

**ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR
FUNDAMENTAL TERHADAP HARGA SAHAM DAN
PERBANDINGAN HARGA SAHAM DENGAN
NILAI NORMATIF**
(Studi Empiris: Pada Industri Sektor Property Yang Listed di BEJ)



Tesis

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Oleh:

**Ir. Herry Defrizal
NIM. C4A004040**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2005**



Sertifikasi

Saya, Ir. Herry Defrizal, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

Ir. Herry Defrizal

21 September 2005

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR
FUNDAMENTAL TERHADAP HARGA SAHAM DAN
PERBANDINGAN HARGA SAHAM DENGAN
NILAI NORMATIF
(Studi Empiris: Pada Industri Sektor Property Yang Listed di BEJ)**

**yang disusun oleh Ir. Herry Defrizal, NIM C4A004040
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 21 September 2005
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima**

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Drs. Prasetyono, MSi

Drs. Basuki HP, MBA, MAcc, Akt

**Semarang 21 September 2005
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program**

Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

Securities analysis is a basic important thing to be known by investor. This is important, because without rational and good analysis, investor may experience of loss. Decision of buying share happened if estimated intrinsic value bigger than market price (undervalued). On the century, decision of selling share happened if intrinsic value is smaller than market price (overvalued). Besides paying attention to intrinsic value of a share, it's also important to pay attention to company's financial performance located in periodically released company financial statement. The study of company's financial performance exhaustively can depict company achievement. For the reason, financial performance can be used as inputs to measure price change of share. The objectives of this research are to determine the normative value of shares and to analyze company's fundamental factors that influence price change of shares in the market. Thereby investor may know which shares of the emiten that have good financial performance and also buy at the cheaper price, when the investor wants to invest by buying shares.

Methodology research as the sample used purposive sampling with criteria as (1) The stock of property industry listed in BEJ over period 2002-2004 and (2) The property company has positively EPS and BV over period 2002-2004. Data that needed in this research from Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2004) and total sample was acquired 14 of 29 was property industry listed in JSX. Data analysis with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%, a classic assumption examination which consist of data normality test, multicolinierity test, heteroskedasticity test and autocorrelation test is also being done to test the hypotheses. This research also uses Residual Earning Model Technique analysis to analyze intrinsic value of shares, and also uses variables of ROA, DER, PBV, EPS, and NPM to know influence of the variables to price change of share.

Result research into this show existence of difference of price and significant aim to undervalued and or overvalued, where there are 11 company which undervalued and 3 company of over valued. Incoming more undervalued company indicated that pertinent shares price still in cheap category so that better be bought or defended if the share have owning of, since possibility of big will be happened increase of share price a period to coming. This research's results indicate that there are differences between intrinsic value of shares compared to its market value, while variable of DER and PBV proven have a significant effect to price change of share, and variable of ROA, EPS and NPM not significant to share price. Ability predicted from fifth variable to share price equal to 26,8% as shown by level of adjusted R Square equal to 26,8% while the rest 73,2% influenced by other; dissimilar factor which is not entered into research model.

Key Words: ROA, DER, PBV, EPS, NPM, share price, and normative value

ABSTRAKSI

Analisa surat-surat berharga adalah suatu hal mendasar dan penting untuk diketahui oleh para investor. Hal ini sangat penting, sebab tanpa analisa yang baik, investor akan mengalami kerugian. Keputusan dalam membeli saham sebaiknya dilakukan ketika nilai intrinsik diperkirakan lebih besar dari harga pasar (undervalued). Sementara keputusan dalam menjual saham sebaiknya dilakukan ketika nilai intrinsik lebih kecil dibanding harga pasar (overvalued). Di samping memperhatikan nilai intrinsik dari suatu saham, perlu juga memperhatikan kinerja keuangan perusahaan yang terdapat pada laporan keuangan perusahaan. Studi mendalam tentang keuangan perusahaan dapat melukiskan prestasi perusahaan. Dengan alasan, kinerja keuangan dapat digunakan sebagai masukan untuk mengukur perubahan harga saham. Tujuan riset ini adalah untuk menentukan nilai normatif saham dan untuk meneliti faktor-faktor utama di dalam perusahaan yang mempengaruhi perubahan harga saham di pasar. Dengan demikian investor dapat mengetahui saham emiten mana yang mempunyai kinerja keuangan baik dan membelinya di posisi harga yang lebih murah, kapan investor akan menginvestasikan dananya dengan membeli saham.

Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria (1) perusahaan property yang listed di Bursa Efek Jakarta periode 2002-2004; dan (2) perusahaan property yang mempunyai EPS dan BV positif periode tahun 2002-2004. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2004). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 14 perusahaan dari 29 perusahaan property yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Penelitian ini juga menggunakan Residual Earning Model untuk meneliti nilai intrinsik saham dan juga menggunakan variabel ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel terhadap perubahan harga saham.

Hasil riset ini menunjukkan adanya perbedaan harga dan signifikan mengarah ke undervalued ataupun overvalued, dimana terdapat 11 perusahaan yang undervalued dan 3 perusahaan over valued. Banyak perusahaan yang masuk dalam kategori undervalued mengindikasikan bahwa harga saham-saham yang bersangkutan masih dalam kategori murah sehingga sebaiknya dibeli atau dipertahankan apabila saham tersebut telah dimilikinya, karena kemungkinan besar akan terjadi lonjakan harga saham dimasa yang akan datang. Berdasarkan uji-t, secara parsial variabel DER dan PBV terbukti mempunyai suatu pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham, sedangkan variabel ROA, EPS dan NPM tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham. Kemampuan prediksi dari kelima variabel tersebut terhadap harga saham sebesar 26,8% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *adjusted R square* sebesar 26,8% sedangkan sisanya 73,2% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

Kata Kunci: ROA, DER, PBV, EPS, NPM, Harga Saham, dan nilai instrinsik

KATA PENGANTAR

Penulis mengucapkan syukur kepada ALLAH SWT atas karunia dan berkat yang telah dilimpahkan-Nya, Khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, Ketua Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro, atas kepemimpinannya yang bijaksana yang menjadikan Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro sebagai areal akademik yang mampu menciptakan lulusan yang mempunyai pola pikir strategik.
2. Drs. Prasetyono, MSi, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
3. Drs. Basuki HP, MBA, MAcc, Akt, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.

4. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.
5. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
6. Istri dan ketiga putra-putriku tersayang, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
7. Rekan-rekan kerja di Grand Candi Hotel, atas kerja sama yang baik dalam melakukan aktivitas pekerjaan sehingga tercipta sebuah suasana kerja yang kondusif dan professional.
8. Teman-teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang

Hanya doa dan ucapan syukur yang dapat penulis panjatkan semoga ALLAH SWT berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, 21 September 2005

Ir. Herry Defrizal

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Sertifikasi	ii
Halaman Persetujuan Draft Tesis.....	iii
<i>Abstract</i>	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Bab I. PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	9
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian	13
Bab II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL.....	15
2.1. Telaah Pustaka	15
2.2. Penelitian Terdahulu	27
2.3. Mekanisme Antar Variabel Penelitian	34
2.4. Perbedaan Penelitian	39
2.5. Kerangka Pemikiran Teoritis	40
2.6. Hipotesis Penelitian	42
Bab III. METODE PENELITIAN	44
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	44
3.2. Populasi dan Sampel	44

3.3. Definisi Operasional Variabel.....	46
3.4. Metode Pengumpulan Data.....	52
3.5. Teknik Analisis Data.....	52
3.6. Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik	55
Bab IV. ANALISIS DATA.....	59
4.1. Gambaran Umum Sampel.....	58
4.2. Data Deskriptif.....	59
4.3. Proses dan Hasil Analisis.....	61
Bab V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	75
5.1. Simpulan	75
5.2. Implikasi Teoritis	76
5.3. Implikasi Kebijakan Manajemen	78
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	80
5.4. Agenda Penelitian Mendatang	80
Daftar Pustaka.....	82

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Rasio Kredit Perbankan Terhadap Kredit Properti	2
Tabel 1.2. Nilai Kapitalisasi Bisnis Properti dan Kredit Perbankan	3
Tabel 1.3. Pertumbuhan Kredit Sektor Properti, Usaha Kecil, Pertanian dan Industri....	4
Tabel 2.1. Hasil Penelitian Analisis Nilai Normatif Saham	38
Tabel 3.1. Definisi Operasional Variabel	51
Tabel 4.1. Minimum, Maksimum, Mean dan Standard Deviasi	60
Tabel 4.2. Deskriptif Statistik Nilai Instrinsik	61
Tabel 4.3. Rata-Rata Rasio Keuangan Perusahaan Sampel	62
Tabel 4.4. Kolmogorov-Smirnov	63
Tabel 4.5. Hasil Uji Multikolinieritas	63
Tabel 4.6. Hasil Uji Heteroskedastisitas	64
Tabel 4.7. Hasil Uji Autokorelasi	65
Tabel 4.8. Hasil Perhitungan Regresi Simultan	66
Tabel 4.9. Adjusted R ²	67
Tabel 4.10. Hasil Perhitungan Regresi Parsial.....	68
Tabel 4.11. Paired Samples Statistics	71
Tabel 4.12. Paired Samples Correlations	72
Tabel 4.13. Paired Samples T-Test	72
Tabel 4.14. Perbandingan Nilai Saham di Pasar dan Normatif	73

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis Penelitian	42
Gambar 3.1. Posisi Angka Durbin Watson	58
Gambar 4.1. Hasil Uji Durbin Watson.....	66

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Informasi yang diungkapkan dalam propektus akan membantu investor dalam membuat keputusan yang rasional mengenai resiko dan hasil dari saham yang ditawarkan emiten. Informasi dalam prospektus dapat memberikan gambaran keadaan perusahaan dan ramalan laba yang menjadi dasar para investor dalam pengambilan keputusan investasi. Informasi yang diungkap dalam prospektus suatu fenomena yang menarik bagi peneliti keuangan baik luar maupun di dalam negeri untuk meneliti secara empiris perilaku para investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

Dalam situasi ekonomi yang membaik, perusahaan lebih banyak menggunakan modal pihak ketiga (dengan tingkat bunga tetap), dimana hal tersebut akan dapat memperbesar rentabilitas modal sendiri (*return on equity*), sebab tambahan laba yang diperoleh lebih besar dibandingkan dengan tambahan biaya bunga. Sebaliknya bila kondisi ekonomi memburuk, umumnya perusahaan yang mempunyai modal pihak ketiga yang besar akan mengalami penurunan ROE, sehingga keberadaan modal sendiri lebih baik dibandingkan dengan pendanaan hutang. Sebab, kondisi ekonomi yang memburuk dengan tingkat bunga tetap, tambahan beban bunga akan lebih besar dibandingkan dengan tambahan laba yang diperoleh (Tatik Mulyati, 2001).

Perusahaan sektor property merupakan salah satu sektor yang mengalami kebangkrutan pada awal terjadinya krisis moneter yang melanda Indonesia. Hal tersebut dapat dilihat bahwa pada periode 1997, rasio kredit properti terhadap total perbankan mencapai 19,6%, kemudian memiliki kecenderungan yang menurun sampai pada tahun 2002 yang mencapai 9,6%. Namun pada tahun 2003 meningkat lagi menjadi 10,2% yang juga diprediksikan akan terus meningkat sampai tahun 2005 menjadi 12,4%. Hal ini mengindikasikan bahwa Bisnis properti di Indonesia yang mengalami keterpurukan pada tahun 1997 sampai dengan tahun 2001 merupakan salah satu dampak dari krisis moneter yang terjadi di Indonesia. Pada tahun 2003, bisnis property telah mulai bangkit. Keterpurukan bisnis ini diduga terjadi akibat komposisi struktur permodalan yang sebagian merupakan pinjaman perbankan dan bersifat kredit jangka pendek, sedangkan investasi di properti bersifat jangka panjang. Dengan adanya peningkatan kredit property pada tahun 2003 diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor dalam menanamkan investasinya kedalam sektor property. Hal tersebut dijelaskan pada tabel 1.1.

Tabel 1.1
Rasio Kredit Perbankan Terhadap Kredit Properti

TAHUN	TOTAL KREDIT (Rp Triliun)		RASIO (%)
	PERBANKAN	PROPERTI	
1997	348,6	68,3	19,6
1998	485,9	70	14,4
1999	224,7	25,6	11,4
2000	269	27,7	11,3
2001	308,2	32,1	10,4
2002	364,6	35	9,6
2003	460,6	47	10,2
2004*	560	64	11,4
2005*	672	83	12,4

Sumber: BI s/d Juli 2003, dan diolah PSPI, September 2004, Majalah Investor Edisi 111.

19Okt-8 Nov 2004 .

*) Prediksi

Tatik Mulyati (2001) menjelaskan bahwa dalam situasi ekonomi yang membaik, jumlah modal sendiri yang kecil (dengan tingkat bunga tetap) akan memperbesar rentabilitas modal sendiri (*return on equity*), sebab tambahan laba yang diperoleh lebih besar dibandingkan dengan tambahan biaya bunga. Sebaliknya bila kondisi ekonomi memburuk, umumnya perusahaan yang mempunyai modal asing (pendanaan hutang) akan mengalami penurunan ROE. Sebab, kondisi ekonomi yang memburuk dengan tingkat bunga tetap, tambahan beban bunga akan lebih besar dibandingkan dengan tambahan laba yang diperoleh.

Dari Tabel 1.1 tersebut juga tampak bahwa ketidak seimbangan antara pertumbuhan kredit properti dengan rata-rata pertumbuhan kredit bank yang terjadi hingga krisis moneter 1997. Proporsi kredit properti yang besar ini menyebabkan bank rentan terhadap gejolak moneter. Disamping itu proporsi hutang yang tinggi dan kelesuan bisnis properti menyebabkan resiko kemungkinan kebangkrutan.

Berbeda dengan yang dilakukan pengembang setelah Krisis Moneter yakni dari tahun 2000 hingga tahun 2005 rasio kredit perbankan berada pada 9,6 % sampai dengan 10,3% dengan nilai kapitalisasi Rp 9,9 triliun pada tahun 2000 dan pada hingga tahun 2003 mencapai Rp 49,4 triliun. Dari tabel 1.2 dapat dilihat pertumbuhan kredit property sebagai berikut:

Tabel 1.2
Nilai Kapitalisasi Bisnis Properti dan Kredit Perbankan

	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
Nilai Kapitalisasi (Rp triliun)	9,9	12,9	26,9	49,3	63,5	70,5
Pertumbuhan Kredit Properti (%)	8,2	15,7	9,2	34,2	36	30
Ekspansi Kredit Properti (Rp Triliun)	2,1	4,3	2,95	12	16,9	19,1
Akumulasi Kredit Properti (Rp Triliun)	27,7	32,1	25	47	63,9	83,1

Sumber BI, PSPI . Majalah Investor Edisi 111. 19Okt-8 Nov 2004 . *) prediksi

Berdasarkan data Bank Indonesia sebagaimana dikutip oleh Harian Bisnis Indonesia (19 Januari 2005), menunjukkan posisi kredit properti tumbuh relatif pesat dibanding sektor lainnya. Periode 2002-2003 kredit properti tumbuh 34,25% dan 2003-Juli 2004 tumbuh 23,94%, sedangkan kredit usaha kecil hanya tumbuh 18,8% (2002-2003), bahkan minus 5,57% (2003-Juli 2004). Posisi kredit sektor pertanian hanya tumbuh 8,84% (2002-2003) dan meningkat menjadi 9,48% (2003-Juli 2004), kredit sektor industri hanya tumbuh 1,73% (2002-2003) dan meningkat menjadi 9,35% (2003-Juli 2004). Investasi pada sektor properti dapat dilakukan dengan cara membeli saham perusahaan – perusahaan properti yang telah go public dan terdaftar dalam bursa efek. Hal tersebut dapat dijelaskan pada Tabel 1.3 berikut:

Tabel 1.3
Pertumbuhan Kredit Sektor Property, Usaha Kecil, Pertanian dan Industri

No	Sektor	Pertumbuhan Kredit (%)	
		2002-2003	2003-Juli 2004
1	Property	34,25	23,94
2	Usaha Kecil	18,8	5,57
3	Pertanian	8,84	9,48
4	Industri	1,73	9,35

Sumber: Data BI (dikutip Harian Bisnis Indonesia tanggal 19 Januari 2005)

Dalam melakukan investasi bentuk saham diperlukan analisa untuk mengukur nilai saham. Analisa saham tersebut bertujuan untuk menaksir nilai wajar, selanjutnya disebut nilai intrinsik (*intrinsic value*). Dengan membandingkan antara nilai intrinsik dengan harga pasar saat ini (*current market price*) saham tersebut akan dihasilkan posisi *undervalue* dan *overvalue*. Undervalue bilamana harga saham di pasar lebih kecil dari harga wajar atau nilai sebenarnya, demikian pula sebaliknya. saham dikatakan posisi keseimbangan bila harga saham sama dengan harga wajar.

Dua macam analisis yang banyak digunakan untuk menentukan nilai intrinsik dari saham yakni analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis fundamental mencoba menghitung nilai intrinsik suatu saham dengan menggunakan data keuangan perusahaan (sehingga disebut juga dengan analisis perusahaan). Pendekatan yang dapat digunakan untuk menghitung nilai intrinsik saham, yaitu dengan pendekatan nilai sekarang (*present value approach*) dan pendekatan PER (*P/R ratio approach*) (Jogiyanto, 1998).

Pendekatan nilai sekarang juga disebut dengan metode kapitalisasi laba (*capitalization of income method*) dengan mendiskontokan kapitalisasi masa depan, menjadi nilai sekarang. Jika investor berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung dari prospek perusahaan tersebut dimasa mendatang dan merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas dimasa depan, sehingga nilai perusahaan dapat didekatkan dengan mendiskontokan arus kas dimasa depan menjadi nilai sekarang. (Jogiyanto, 1998).

Para analis fundamental, umumnya menggunakan informasi yang berkaitan dengan profitabilitas perusahaan, baik saat ini maupun prospek di masa datang untuk mengukur nilai pasar saham yang wajar. Analisa fundamental berkaitan dengan penilaian kinerja perusahaan, tentang efektifitas dan efesiensi perusahaan mencapai sasarannya. Untuk menganalisa kinerja perusahaan dapat digunakan rasio keuangan yang terbagi dalam empat kelompok, yaitu rasio likuiditas, aktivitas, hutang dan profitabilitas (Gitman 2003). Dengan analisa tersebut, para analis mencoba memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang dan analis memperkirakan laba yang akan dicapai emiten ke depan dengan mengestimasi nilai dari faktor –

faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa yang akan datang dan menerapkan hubungan faktor-faktor tersebut sehingga diperoleh taksiran nilai wajar (*fair value*).

Pertimbangan harga saham menjadi sangat penting bagi pelaku pasar, karena harga saham mencerminkan nilai perusahaan (Retno Miliasih, 2000). Semakin tinggi harga saham berarti semakin tinggi pula nilai perusahaan, sebaliknya bila harga saham semakin rendah berarti nilai perusahaan semakin rendah pula.

Dalam membuat keputusan jual-beli saham maupun dalam menilai kelayakan harga saham seorang investor yang rasional, akan mempertimbangkan berbagai aspek ekonomi suatu perusahaan. Faktor tersebut meliputi (1) kemampuan perusahaan mendapatkan laba, (2) tingkat inflasi, (3) kondisi perekonomian negara pada umumnya, (4) regulasi pemerintah dan (5) kebijakan direksi (Usman, 1998; Husnan, 1994). Hasil analisis para investor terhadap faktor-faktor tersebut selanjutnya akan diwujudkan dalam bentuk kegairahan maupun kelesuan perdagangan suatu saham yang dapat dilihat dari fluktuasi harga saham, volume transaksi, dan index harga saham. Model Lizenberger dan Rao (1971) menyatakan bahwa harga saham ditentukan oleh laba, ukuran perusahaan, perkiraan pertumbuhan laba dan resiko. Senada dengan pendapat Husnan diatas model Lizenberger dan Rao (LR) menunjukkan adanya hubungan antara harga saham sebagai respon pasar dengan faktor fundamental perusahaan.

Analisis surat berharga untuk mengetahui kewajaran suatu harga saham merupakan hal penting yang mendasar untuk diketahui investor. Analisis ini bertujuan agar investor mengetahui berapa nilai perusahaan yang tercermin melalui

harga saham yang harus dibayar dengan wajar. Dengan demikian, investor tidak hanya berpatokan pada harga saham di pasar, karena harga saham di pasar adalah *market clearing price* yang ditentukan berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran (Purnomo, 1998). Harga saham di pasar ini perlu dibandingkan dengan harga normatifnya untuk mengetahui apakah harga saham di pasar tersebut *undervalued*, *overvalued*, atau berada dalam kondisi wajar. Hal ini penting, karena tanpa analisis harga saham yang baik dan rasional, investor dapat mengalami kerugian.

Terdapat beberapa penelitian mengenai nilai normatif suatu saham. Frankel dan Lee (1998) menggunakan analisis prediksi pendapatan (*earning forecast analysis*) I/B/E/S (*Income Benefit Equity and Sales ratio*) dalam mengimplementasikan model tersebut. Dalam penelitian ini “V” (*value*) diestimasi menggunakan *Residual Earning Model*. Frankel dan Lee menyatakan bahwa “*value*” yang dihasilkan mendekati 70% pada harga saham *cross-sectional* di Amerika Serikat dan V/P (*value-to-price ratio*) merupakan prediktor tingkat pengembalian *cross-sectional* (*cross-sectional returns*) yang jauh lebih baik daripada B/P (*book-to-price ratio*). Bahkan dalam penelitian sebelumnya, Frankel dan Lee (1997) menggunakan model ini dalam konteks internasional dan mereka menemukan hasil yang sama dalam *cross-border valuations*.

Lee dan Swaminathan (1999) dalam penelitian yang lain menyatakan bahwa penilaian (*valuation*) dengan menggunakan *Discounted Residual Earning Model* secara statistik memiliki kekuatan prediksi yang dapat dipercaya, tidak hanya untuk *return* pada Dow tetapi juga *return* pada S&P 500 Index dan pada

portofolio saham kecil. Kaplan dan Ruback (1995) juga menyatakan bahwa analisis estimasi dengan menggunakan *Residual Earning Model* ini jauh lebih baik daripada hasil estimasi yang diperoleh dengan menggunakan *earnings*, *book value*, atau *dividends* itu sendiri.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Lee, Myers, dan Swaminathan (1999) yang bertujuan untuk mengetahui nilai intrinsik *The Dow* menyatakan bahwa rasio V/P, dimana “V” didasarkan pada *Residual Earning Model*, secara statistik memiliki tingkat prediksi yang lebih dapat dipercaya, dibandingkan *traditional market multiples* (misal: rasio B/P, E/P, dan D/P) yang sering digunakan dari tahun 1963-1996. Hasil penelitiannya juga menyatakan bahwa metode *traditional market multiples* memiliki tingkat prediksi yang rendah.

Pendapat beberapa penelitian mengenai nilai normatif suatu saham. Frankel dan Lee (1998) menggunakan analisis prediksi pendapatan (*earning forecast analysis*) I/B/E/S (*Income Benefit Equity and Sales ratio*) dalam mengimplementasikan model tersebut. Dalam penelitian ini “V” (*value*) diestimasi menggunakan *Residual Earning Model*. Mereka menyatakan bahwa “*value*” yang dihasilkan mendekati 70% pada harga saham *cross-sectional* di Amerika Serikat dan V/P (*value-to-price ratio*) merupakan prediktor tingkat pengembalian *cross-sectional* (*cross-sectional returns*) yang jauh lebih baik daripada B/P (*book-to-price ratio*). Bahkan dalam penelitian sebelumnya, Frankel dan Lee (1997) menggunakan model ini dalam konteks internasional dan mereka menemukan hasil yang sama dalam *cross-border valuations*.

Njo Anastasia, Yanny Widiastuty Gunawan dan Imelda Wijiyanti (2003) meneliti tentang faktor-faktor fundamental dari resiko sistematis yang mempengaruhi harga saham di sektor properti dengan model Dividen Discount Model (DDM), penelitian menunjukkan hanya faktor Book Value (BV) yang mempengaruhi harga saham secara parsial, sedangkan faktor fundamental yang lain (ROA, ROE, DER,) tidak berpengaruh.

Yunia Panjaitan, Oky Dewinta, Sri Desinta K (2004) dari hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa harga pasar saham dengan perdagangan aktif di BEJ belum mencerminkan harga pasar saham yang layak (Fair Market Price). Masih terdapat perbedaan yang mencolok antara harga pasar saham dan nilai wajarnya.

Selain informasi harga normatif yang mencerminkan kewajaran harga suatu saham, investor membutuhkan berbagai informasi yang berguna untuk memprediksi hasil investasinya dalam pasar modal. Mereka dapat memutuskan untuk menentukan posisi jual, beli, atau menahan suatu saham dengan informasi. Informasi yang biasa digunakan oleh investor dikelompokkan kedalam dua hal pokok, yaitu informasi fundamental dan informasi yang bersifat teknikal (Claude, 1996).

1.2 Rumusan Masalah

Resiko kebangkrutan yang terjadi pada masa krisis moneter 1997 diduga akibat ketidak seimbangan antara pertumbuhan kredit properti dengan rata-rata pertumbuhan kredit bank, disamping itu proporsi hutang yang tinggi dan kelesuan

bisnis properti menyebabkan resiko kebangkrutan. Pada Tabel 1.1 dan 1.3 pada latar belakang dapat dilihat bahwa resiko pendanaan dari tahun 1997-2002 mengalami penurunan hal ini nampak pada penurunan rasio kredit property terhadap pertumbuhan kredit perbankan, dimana pertumbuhan penjualan menurun yang mengakibatkan menurunnya minat pembelian saham property.

Menurut Panagian prospek bisnis properti akan membaik dimasa yang akan datang, hal ini didasari oleh total penyaluran kredit properti dibanding total kapitalisasi pasar properti masih sangat kecil. Dari sekitar Rp 164 triliun nilai kapitalisasi pasar properti saat ini baru 22 persen yang dibiayai kredit perbankan, padahal sebelum krisis moneter 82 persen kapitalisasi pasar properti dibiayai oleh bank. Penurunan suku bunga konstruksi dan bunga KPR rata-rata 12 persen. Hal yang berbeda pada sebagian bank, sikap kehati-hatian dalam menyalurkan kredit properti untuk menekan angka kredit bermasalah (Majalah Investor Edisi 111. 19Okt-8 Nov 2004).

Berbagai pendapat praktisi yang saling kontradiktif mengenai perkembangan bisnis properti saat ini apakah menunjukkan semakin membaiknya bisnis properti saat ini atau akan terulangnya kembali bisnis properti yang mengalami keterpurukan pada tahun 1997. Dengan kondisi diatas maka perlu dikaji lebih mendalam apakah emiten sektor properti dapat menjadi alternatif pemilihan investasi. Untuk mendapatkan tingkat keuntungan yang menarik, serta menentukan saham mana yang sebaiknya dibeli atau dijual maka perlu dilakukan proses penilaian harga saham dengan menggunakan teknik *valuation model* untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham.

Investasi dalam bentuk saham memerlukan analisa untuk mengukur nilai saham. Analisa saham tersebut bertujuan untuk menaksir nilai seharusnya dari suatu saham, selanjutnya disebut nilai intrinsik (*intrinsic value*). Dengan membandingkan antara nilai intrinsik dengan harga pasar saat ini (*current market price*) saham tersebut akan dihasilkan posisi *undervalue*, *overvalue* atau kondisi keseimbangan. Undervalue bilamana harga saham di pasar dibawah nilai seharusnya, Overvalue bilamana harga saham di pasar diatas nilai seharusnya. Saham dikatakan posisi keseimbangan bila harga saham sama dengan harga pasar.

Pada pasar modal yang belum efisien, gaya investasi aktif yakni mengubah secara aktif portfolio dari waktu ke waktu guna memperoleh hasil diatas rata-rata. Gaya investasi aktif ini menggunakan analisis fundamental dan analisis teknikal. Dengan analisa tersebut, para analis mencoba memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang serta memperkirakan laba yang akan dicapai emiten ke depan dengan mengestimasi nilai dari faktor – faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa yang akan datang dan menerapkan hubungan faktor-faktor tersebut sehingga diperoleh taksiran nilai wajar (*fair value*). Dalam penelitian ini faktor fundamental yang digunakan adalah *Return on Asset* (ROA), *Debt Equity Ratio* (DER), *Price to Book Value* (PBV), *Earnings per Share* (EPS), *Nett Profit Margin* (NPM).

Populasi dan sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham emiten yang termasuk sektor Saham Sektor Properti. Kategori ini dipilih mengingat sektor tersebut merupakan salah satu sektor yang sangat terpuruk ketika Indonesia dilanda krisis Moneter, namun sektor ini pula yang membaik setelah melewati masa Krisis

Moneter. Bergesernya fungsi properti (apartemen, rumah) bagi sebagian masyarakat kelas atas sebagai sarana investasi, juga menurunnya suku bunga deposito diduga ikut memberikan kontribusi meningkatnya nilai kapitalisasi bisnis properti.

Pertanyaan penelitian yang diajukan adalah:

1. Bagaimanakah pengaruh return on asset terhadap harga saham (*closing price*) perusahaan property di BEJ?
2. Bagaimanakah pengaruh debt to equity ratio terhadap harga saham (*closing price*) perusahaan property di BEJ?
3. Bagaimanakah pengaruh price to book value terhadap harga saham (*closing price*) perusahaan property di BEJ?
4. Bagaimanakah pengaruh earning per share terhadap harga saham (*closing price*) perusahaan property di BEJ?
5. Bagaimanakah pengaruh net profit margin terhadap harga saham (*closing price*) perusahaan property di BEJ?
6. Bagaimanakah pengaruh ROA, DER, PBV, EPS dan NPM secara bersama-sama terhadap harga saham (*closing price*) perusahaan property di BEJ?
7. Apakah terdapat perbedaan antara harga saham (*closing price*) perusahaan property dengan harga saham normative dengan metode *Residual Earning Model* (REM)?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.

1.3.1 Tujuan penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh return on asset terhadap harga saham perusahaan property di BEJ.
2. Menganalisis pengaruh debt to equity ratio terhadap harga saham perusahaan property di BEJ.
3. Menganalisis pengaruh price to book value terhadap harga saham perusahaan property di BEJ.
4. Menganalisis pengaruh earning per share terhadap harga saham perusahaan property di BEJ.
5. Menganalisis pengaruh net profit margin terhadap harga saham perusahaan property di BEJ.
6. Menganalisis pengaruh ROA, DER, PBV, EPS dan NPM secara bersama-sama terhadap harga saham perusahaan property di BEJ.
7. Menganalisis perbedaan antara harga saham perusahaan property dengan harga saham normative dengan metode *Residual Earning Model* (REM).

1.3.2. Manfaat Penelitian

1. Memberikan bahan pertimbangan kepada investor berdasarkan harga normatif dengan metode *Residual Earning Model* (REM) dalam pengambilan keputusan investasi di bursa.
2. Memberikan gambaran kepada investor mengenai pentingnya menganalisis suatu saham sebelum memutuskan untuk menginvestasikan dananya pada saham.

3. Memberikan tambahan wawasan dan pandangan lebih jauh kepada para akademisi tentang penilaian suatu perusahaan dilihat dari harga sahamnya.
4. Bagi para peneliti lain yang tertarik untuk meneliti kajian yang sama pada topik *valuation*, diharapkan penelitian ini dapat digunakan sebagai landasan pijak untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1 Analisis Saham

Analisa saham bertujuan untuk menaksir nilai intrinsik (intrinsic value) suatu saham. Nilai intrinsik adalah nilai sesungguhnya. Nilai intrinsik saham tersebut kemudian dibandingkan dengan harga pasar saham yang bersangkutan pada saat ini (current market price) . Nilai intrinsik itu sendiri menunjukkan present value arus kas yang diharapkan dari suatu saham (Suad Husnan, 1998) .

Dalam hal penilaian harga saham, terdapat tiga pedoman yang dipergunakan, Pertama, bila harga saham melampaui nilai intrinsik saham, maka saham tersebut dinilai overvalued (harga saham terlalu mahal). Oleh karena itu saham tersebut sebaiknya dihindari atau dilakukan penjualan saham karena kondisi seperti ini pada masa yang akan datang kemungkinan besar akan terjadi koreksi pasar.

Kedua, apabila harga saham sama dengan nilai intrinsiknya, maka harga saham tersebut dinilai wajar dan berada dalam kondisi keseimbangan. Pada kondisi demikian, sebaiknya pelaku pasar tidak melakukan transaksi pembelian ataupun penjualan saham yang bersangkutan.

Ketiga, apabila harga saham lebih kecil dari nilai intrinsiknya maka saham tersebut dikatakan undervalued (harga terlalu rendah). Bagi para pelaku pasar, saham yang undervalued ini sebaiknya dipertahankan apabila saham tersebut telah dimilikinya, karena besar kemungkinan di masa yang akan datang akan terjadi lonjakan harga saham.

2.1.2 Model Penilaian Saham (*Stock Valuation Model*)

Ang (1997) menyatakan bahwa *stock valuation* (penilaian saham) merupakan suatu proses untuk menentukan nilai dasar dari suatu saham berdasarkan analisis atas kinerja resiko dan *return* sekuritas tersebut. Terdapat berbagai pendekatan digunakan untuk menghitung nilai dasar/intrinsik suatu saham, seperti yang diutarakan Penman (2001) yaitu *Dividend Discount Model (DDM)*, *Discounted Cash Flow Model (DCF)*, dan *Residual Earning Model (REM)*.

Nilai intrinsik ini sering disebut harga saham normative (Penman, 2001). Jika nilai normatif lebih rendah dari harga saham di pasar, maka dikatakan bahwa saham tersebut mengalami overvalued dan sebaiknya dijual karena harga saham dapat meningkat. Sebaliknya kalau harga mengalami undervalued saham tersebut hendaknya dibeli.

Tesis ini akan menggunakan analisis *Residual Earning Model (REM)*, karena model ini mampu mengestimasi nilai suatu ekuitas jauh lebih baik dibandingkan dengan model yang lain (*Dividend Discount Model* dan *Discounted Cash Flow Model*), dilihat dari tingkat kesalahan (*error*) yang jauh lebih kecil (Penman dan Sougiannis, 1998).

2.1.3 *Residual Earning Model (REM)*

Residual Earning Model (REM) merupakan metode analisis yang menggunakan ukuran akuntansi seperti nilai buku (*book value*) dan pendapatan (*earnings*) sebagai data masukan (*input*) dalam proses penilaian (Gore, Cooper, dan Allen; 2001). REM mengestimasi nilai perusahaan sebagai penjumlahan nilai buku perusahaan (*firm's book value*) dan *present value* dari *Residual Earning (RE)* yang diharapkan. *Residual Earning*

(RE) merupakan *return* dari saham biasa, yang dinyatakan dengan kelebihan *return* (*excess return*) (Penman, 2001). Untuk setiap pendapatan (*earning*) pada periode t , *Residual Earning* (RE) dapat dinyatakan dengan (Penman, 2001):

$$\text{Residual Earnings} = \text{Comprehensive earnings} - (\text{required return for equity} \times \text{beginning-of-period book value})$$

$$RE = E_{t-1} - (r_E - 1)B_{t-1}$$

Jennifer Francis, Per Olsson dan Dennis R. Oswald Residual income perusahaan (2001) didefinisikan :

$$RI_{j,t} = X_{j,t} - B_{rj,t-1}$$

$RI_{j,t}$ = Residual income perusahaan

$X_{j,t}$ = Earning per share tahun t (EPS t)

B_{t-1} = Book value of equity tahun $t-1$ (BV $t-1$)

r_j = Cost of equity, dimana $r_j = r_{j,t}$

$$r_{j,t} = r_f + \beta_{j,t}[E(r_m) - r_f]$$

$r_{j,t}$ = Discount rate yang dapat digunakan untuk mengevaluasi pada tahun t

r_f = Tingkat bunga bebas resiko

$\beta_{j,t}$ = Estimasi resiko sistematik perusahaan pada tahun t

$[E(r_m) - r_f]$ = premi resiko pasar yang diharapkan (*expected market risk premium*)

Persamaan metode *Residual Earning Model* (REM) yang digunakan untuk menilai ekuitas berdasarkan metode ini adalah (Penman, 2001):

Value = Book Value on Common Equity + Present Value of Expected RE, or:

$$V_0^E = B_0 + \frac{RE}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_n}{\rho_E^n}$$

V_0^E = Nilai dari suatu ekuitas (*value of equity*) pada awal tahun t

B_0 = Nilai buku saham biasa pada tahun t

RE = *Residual Earning* yang diharapkan sampai tahun ke-n

ρ_E = $(1 + r)$, dengan

r = *cost of equity capital*

n = Tahun

Persamaan tersebut mengandung unsur tingkat diskonto ' r ' (*cost of equity capital*) yang menunjukkan resiko aliran kas masa yang akan datang (*future cash flows*) kepada pemegang saham (Lee dan Swaminathan, 1999). Penelitian mereka menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) seperti yang dijelaskan oleh Fama dan French (1997) untuk mencari nilai *cost of equity capital*. Pendekatan ini menegaskan bahwa tingkat hasil-hasil pengembalian atas saham biasa yang diinginkan oleh para investor sama dengan tingkat bebas resiko ditambah dengan premi resiko (Weston dan Copeland, 1997). Premi resiko ini adalah premi resiko pasar (yang besarnya adalah hasil pengembalian pasar dikurangi tingkat bebas resiko) dikalikan dengan dengan beta yang dapat diterapkan pada perusahaan yang bersangkutan. Persamaan *Security Market Line* yang digunakan untuk menghitung nilai *cost of equity capital* adalah:

$$K_s = R_f + (R_m - R_f) \beta_j$$

k_s = Biaya saham biasa

R_f = Tingkat bebas resiko (*risk free rate*)

R_M = Hasil pengembalian pasar

β_j = Beta perusahaan

Namun demikian, menerapkan teori dan teknik perhitungan CAPM dihadapkan pada kelemahan dan kesulitan yang cukup fundamental (Ruky, 1997), yaitu: (1) tidak ada atau sulit mendapatkan data untuk menghitung komponen beta sebagai salah satu unsur CAPM model, (2) asumsi yang digunakan belum tentu cocok dengan perilaku investor pada pasar modal Indonesia.

2.1.4 Kinerja Keuangan Perusahaan

Investor dalam menanamkan dananya membutuhkan berbagai informasi yang berguna untuk memprediksi hasil investasinya dalam pasar modal. Informasi yang biasa digunakan oleh para investor dikelompokkan dalam dua hal pokok, yaitu informasi yang bersifat fundamental dan informasi yang bersifat teknikal (Claude, 1996).

Informasi fundamental adalah informasi yang berhubungan dengan kondisi perusahaan yang pada umumnya ditunjukkan dalam laporan keuangan yang merupakan salah satu ukuran kinerja perusahaan. Dari laporan keuangan dapat diketahui beberapa faktor fundamental, antara lain: (1) rasio-rasio keuangan, (2) arus kas, (3) serta ukuran-ukuran kinerja lainnya yang dihubungkan dengan *return* saham (Elton, 1995).

Informasi fundamental juga sering digunakan untuk memprediksi harga saham. Suatu analisis fundamental merupakan analisis yang digunakan untuk mencoba memprediksi harga saham diwaktu yang akan datang dengan mengestimasi nilai dari

faktor-faktor fundamental yang berpengaruh terhadap harga saham diwaktu yang akan datang dan menerapkan hubungan variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham (Husnan, 1998). Francis (1983) menyatakan bahwa *fundamental approach* merupakan teknik analisis saham yang mempelajari tentang keuangan mendasar dan fakta ekonomi suatu perusahaan sebagai langkah penilaian nilai saham perusahaan. Pendapat lain mengenai analisis fundamental disampaikan oleh Jogiyanto (1998) yang menyatakan bahwa analisis fundamental mencoba menghitung nilai instrinsik suatu saham dengan menggunakan data keuangan perusahaan, sehingga disebut juga dengan analisis perusahaan.

Dengan analisis fundamental yang mendalam dan menyeluruh atas kondisi suatu perusahaan emiten, investor akan memilih mana saham dinilai terlalu rendah dan mana saham yang dinilai terlalu tinggi. Faktor-faktor fundamental yang mencerminkan kinerja keuangan suatu perusahaan dapat dianalisis dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodic yang tercermin melalui rasio-rasio keuangan. Rasio keuangan adalah perbandingan antara dua elemen laporan keuangan yang menunjukkan suatu indikator kesehatan keuangan pada waktu tertentu. Rasio keuangan menyederhanakan informasi yang menggambarkan hubungan antara pos tertentu dengan pos lainnya. Penilaian secara cepat hubungan antara pos tadi kemudian membandingkannya dengan rasio lain sehingga diperoleh informasi untuk kemudian diberikan suatu penilaian, dapat dilakukan dengan penyederhanaan informasi ini (Ang, 1997).

Rasio keuangan yang diolah dari laporan keuangan sangat penting dan perlu untuk melakukan analisis terhadap kondisi keuangan perusahaan oleh berbagai pihak. Hal ini terungkap pada *Statement of Financial Accounting Concept* (SFAC) No. 1, yang

mengatakan bahwa laporan keuangan harus dapat menyajikan informasi yang berguna bagi investor, calon investor, kreditur, dan pihak lain yang membutuhkannya dalam rangka mengambil keputusan yang rasional.

Rasio keuangan dapat menggambarkan kinerja keuangan dan dapat menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan. Terdapat perbandingan yang berarti dalam dua hal yang dapat dibuat melalui rasio keuangan (Purnomo, 1998). Pertama, dapat dibandingkan rasio keuangan suatu perusahaan dari waktu ke waktu untuk mengamati kecenderungan (*trend*) yang sedang terjadi. Kedua, dapat dibandingkan rasio keuangan sebuah perusahaan dengan perusahaan lain yang masih bergerak pada industri yang relatif sama pada periode tertentu. Penilaian keunggulan dan kelemahan pengelolaan keuangan antara satu perusahaan dengan perusahaan yang lain dalam industri tertentu atau antara perusahaan dengan rata-rata perusahaan dalam industri yang sama dapat diketahui dengan cara yang kedua ini.

Ang (1997) menyatakan bahwa, analisis faktor fundamental didasarkan pada analisis keuangan yang tercermin dalam rasio-rasio keuangan yang terdiri dari lima rasio, yaitu Rasio Likuiditas, Rasio Rentabilitas (profitabilitas), Rasio Solvabilitas (*solvency*), Rasio Pasar, dan Rasio Aktivitas. Rasio Rentabilitas (profitabilitas) antara lain terdiri dari *Return On Assets* (ROA) dan *Net Profit Margin* (NPM), Rasio Solvabilitas diantaranya adalah *Debt to Equity Ratio* (DER), sedangkan Rasio Pasar diantaranya adalah *Price to Book Value* (PBV) dan *Earning Per Share* (EPS). Selanjutnya pengaruh masing-masing rasio tersebut terhadap harga saham di pasar dijelaskan pada bagian berikut:

2.1.4.1 Debt to Equity Ratio (DER)

DER merupakan rasio antara total hutang (total debt) terhadap total ekuitas (equity) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan struktur modal yang digunakan oleh perusahaan. Semakin tinggi DER menunjukkan semakin besar total hutang dari pada total ekuitas yang digunakan oleh perusahaan. Dengan demikian semakin tinggi DER juga menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak luar, sehingga tingkat rasio perusahaan juga semakin besar. Hal ini membawa dampak pada menurunnya harga saham di bursa, sehingga return saham juga semakin menurun; demikian sebaliknya. Teori ini didukung oleh bukti empiris yang dihasilkan oleh Syahib Natarsyah (2000) yang menunjukan bahwa DER secara signifikan berpengaruh negatif terhadap return saham. Namun hasil tersebut bertentangan dengan bukti empiris yang dihasilkan oleh Sparta (2000) yang menunjukan bahwa DER tidak signifikan mempengaruhi return saham.

2.1.4.2 Return on Asset (ROA)

Rasio profitabilitas yang digunakan selain NPM adalah return on asset (ROA) yang sering disebut juga sebagai return on investment (ROI) digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktivitas yang dimiliki. Rasio ini merupakan rasio yang terpenting diantara rasio rentabilitas/profitabilitas yang lain. ROA atau ROI diperoleh dengan cara membandingkan antara net income after tax (NIAT) terhadap average total asset. NIAT merupakan pendapatan bersih sesudah pajak, tetapi kalau ada keuntungan hak minoritas harus ikut diperhitungkan. Average total assets merupakan rata-rata total asset awal tahun

dan akhir tahun. Semakin besar ROA atau ROI menunjukkan kinerja yang semakin baik, karena tingkat kembalian semakin besar (Robbert Ang, 1997: hal 18.32-18.33).

Secara matematis ROA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{NIAT}{\text{Average Total asset}}$$

Semakin besar ROA menunjukkan kinerja semakin baik, karena tingkat kembalian yang diperoleh dari total asset perusahaan semakin besar (Robert Ang, 1977), artinya aktivitas investasi yang dilakukan oleh perusahaan mampu menghasilkan keuntungan yang besar. Dengan demikian semakin tinggi ROA semakin meningkat daya tarik investor sehingga harga saham meningkat. Dengan demikian ROA berhubungan positif dengan total return.

2.1.4.3 Net Profit Margin (NPM) Rasio Profitabilitas

Net profit margin (NPM) atau sering disebut sebagai net income to sales (NSI) merupakan ratio antara net income after tax (NIAT) terhadap net sales. Rasio ini menunjukkan tingkat kembalian keuntungan bersih terhadap penjualan bersihnya dan sekaligus menunjukkan efisiensi biaya yang dikeluarkan perusahaan. Jika NPM semakin besar, maka berarti semakin efisien biaya yang dikeluarkan, sehingga semakin besar tingkat kembalian keuntungan.

Secara matematis rasio NPM dapat dirumuskan sebagai berikut (Robert Ang, 1997)

$$NPM = \frac{NIAT}{\text{Net sales}}$$

NIAT merupakan pendapatan bersih sesudah pajak, tetapi kalau ada keuntungan hak minoritas harus ikut diperhitungkan: sedangkan net sales merupakan total penjualan (penjualan tunai dan kredit) dikurangi dengan return dan potongan penjualan. (Robert Ang, 1997). Perusahaan dengan NPM yang besar, maka semakin efisien biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan sehingga akan meningkatkan tingkat kembalian keuntungan bersihnya. Hal tersebut semakin meningkatkan daya tarik investor, meningkatnya daya tarik investor dapat meningkatkan harga saham perusahaan. Dengan demikian NPM berhubungan positif dengan total return (Robert Ang 1977).

2.1.4.4 Price to Book Value (PBV)

Rasio ini memberikan petunjuk lain bagaimana investor memandang suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian yang tinggi akan memiliki nilai buku (book value) yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian rendah.

Nilai buku dan ekuitas adalah perbedaan nilai buku asset dengan nilai buku kewajiban.

$$PBV_n = \frac{P_n}{BV_n}$$

PBV_n = Price to Book Value

P_n = Harga per lembar saham pada tahun ke $-n$

BV_n = Nilai buku per lembar saham pada tahun ke $-n$

Pengukuran nilai buku aset umumnya dinyatakan melalui nilai aset pada saat membeli dikurangi dengan depresiasi aset tersebut. Konsekuensinya, nilai buku aset akan menurun dengan bertambahnya usia. Sedangkan nilai buku kewajiban merupakan

kewajiban-kewajiban yang harus dilakukan perusahaan pada saat penilaian.

Beberapa keunggulan PBV:

1. Nilai buku memberikan nilai yang relatif stabil dan dapat dibandingkan dengan harga pasar.
2. PBV rasio dapat diperbandingkan antar perusahaan-perusahaan yang menggunakan standar akuntansi yang sama.
3. Perusahaan dengan negative earning tidak dapat dinilai dengan PER tetapi dapat dinilai dengan menggunakan PBV rasio.

2.1.4.5 Earning Per Share (EPS)

Earning Per Share (EPS) merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada suatu tahun buku dengan (outstanding shares) jumlah saham yang diterbitkan (Ang, 1997). Laba bersih setelah pajak ini biasa disebut dengan NIAT (Net Income After Tax).

$$EPS = \frac{NIAT}{S_s}$$

EPS = Earning Per Share (Pendapatan bersih per lembar saham)

NIAT = Net Income After Tax (Pendapatan bersih setelah pajak)

S_s = Total outstanding share (Total semua saham yang diterbitkan)

Tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai bagi pemiliknya. Nilai perusahaan tercermin dari harga pasar yang wajar (fair market price). Untuk memaksimalkan nilai tersebut maka perusahaan akan berupaya untuk mendapatkan keuntungan atau laba dari setiap kegiatan yang dilakukannya. Peningkatan keuntungan atau laba yang diperoleh

perusahaan akan sangat berpengaruh terhadap peningkatan earning per share dari perusahaan tersebut. Earning per share ini pada akhirnya akan ikut serta mempengaruhi fair market price perusahaan. Nilai EPS yang lebih besar menandakan kemampuan perusahaan yang lebih besar dalam menghasilkan keuntungan bersih dari setiap lembar saham. Sahetapy (1999) dalam penelitiannya menyatakan bahwa EPS yang semakin tinggi akan semakin menarik minat investor dalam menanamkan modalnya, karena EPS menunjukkan laba yang berhak didapatkan oleh pemegang saham atas satu lembar saham yang dimilikinya. Karena korelasi antara EPS dengan harga saham sangat kuat, sehingga jika nilai EPS diperkirakan akan naik, maka harga saham akan mengalami kenaikan juga karena tingginya permintaan investor dan atau calon investor yang berminat dengan saham tersebut. Dengan demikian, investor yang rasional akan memilih saham emiten yang memiliki nilai EPS yang tinggi. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa EPS mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham di pasar.

2.1.5 Hubungan Harga Saham di Pasar (*Market Price*) dengan Faktor Fundamental serta Harga Saham Normatif

Harga pasar merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung, biasanya harga yang diambil jika bursa telah tutup maka dipergunakan harga penutupan (*closing price*). Harga pasar ini diperoleh dari data sekunder yang bersumber dari Indonesia Capital Market Directori (ICMD) dan JSX Statistics.

Analisis fundamental berarti memperkirakan pergerakan harga saham yang didasarkan faktor fundamental perusahaan, seperti pendapatan, perkembangan industri, kebijakan manajemen yang tercermin dalam laporan emiten. Harga saham akan naik apabila pendapat perusahaan mengalami peningkatan secara terus-menerus

dan konsisten. Analisa ini mempunyai kecendrungan untuk melihat kedepan berdasarkan prediksi expected return akan diperoleh investor dimasa yang akan datang.

Dalam pengambilan putusan investasi dalam saham, investor selalu dihadapkan pada permasalahan apakah tingkat keuntungan yang diharapkan (expected return) telah sesuai/sebanding dengan tingkat resiko yang harus dipikulnya.

Weston, Besley dan Brigham (1993) bahwa nilai pasar sesuatu saham pada suatu waktu (current market price) dapat berbeda dengan nilai fair market price-nya. Keown dan Scott (1996) juga menemukan bahwa fair market price dapat diperbandingkan dengan market price-nya, yang akan menghasilkan perbedaan dalam bentuk overvalued atau undervalued. Perbedaan ini dapat terjadi karena fair market price merupakan nilai yang dipertimbangkan oleh investor dengan memperhitungkan data tentang jumlah, waktu dan tingkat resiko dari future cash flow yang tersedia.

2.2. Peneliti Terdahulu.

Penman dan Sougiannis (1998) dalam penelitiannya menyatakan bahwa dalam memilih saham, investor sebaiknya mengetahui nilai normatif dari saham yang akan dibelinya. Hal ini penting karena nilai normatif ini menunjukkan nilai wajar dari suatu saham yang bersangkutan. Nilai normatif ini kemudian akan digunakan sebagai pembanding terhadap nilai saham di pasar, sehingga nantinya akan diketahui apakah saham yang akan dibeli tersebut overvalued, sama dengan nilai normatifnya, atau undervalued.

Penman (2001) dalam bukunya yang berjudul “Financial Statement Analysis and Security Valuation” menulis bahwa untuk mengetahui nilai normatif suatu saham, ada beberapa metode yang dapat digunakan, diantaranya adalah metode Residual Income Model (RIM). Metode ini menggunakan konsep nilai waktu dari uang dengan pendekatan present value. Terdapat beberapa penelitian terakhir yang telah mengimplementasikan Residual Income Model (RIM) untuk menjelaskan nilai normatif saham.

Frankel dan Lee (1998) dalam penelitiannya yang berjudul “Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns” menggunakan analisa pendapatan peramalan I/B/E/S dalam mengimplementasikan model tersebut. n bahwa “value” yang dihasilkan mendekati 70% pada harga saham cross-sectional di Amerika Serikat dan V/P (value-to-price ratio) merupakan prediktor tingkat pengembalian cross-sectional (cross-sectional returns) yang jauh lebih baik daripada B/P (book-to-price ratio). Bahkan dalam penelitian sebelumnya yang berjudul “Accounting Diversity and International Valuation”, Frankel dan Lee (1997) menggunakan model ini (Residual Income Model) dalam konteks internasional dan menemukan hasil yang sama dalam cross-border valuations.

Lee dan Swaminathan (1999) dalam penelitiannya dengan judul “Valuing The Dow: A Bottom-Up Approach” membandingkan valuation yang menggunakan valuation multiples (P/E, P/B, dan Dividend Yield) dengan Discounted Residual Income Model. Penelitian ini menggunakan sampel saham-saham yang termasuk dalam kategori S&P 500 dan portofolio dengan saham-saham kecil. Hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa penilaian (valuation) dengan menggunakan

Discounted Residual Income Model secara statistik memiliki kekuatan prediksi yang dapat dipercaya, tidak hanya untuk return pada Dow tetapi juga return pada S&P 500 Index dan pada portofolio saham kecil. Peneliti juga menyatakan bahwa penilaian secara tradisional yang menggunakan B/P, E/P, dan D/P memiliki tingkat prediksi yang kecil untuk keseluruhan return dari pasar U.S. pada periode 1979-1996. Bahkan Kaplan dan Ruback (1995) dalam penelitiannya dengan judul “The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis” juga menyatakan bahwa analisis estimasi dengan menggunakan Residual Income Model ini jauh lebih baik daripada hasil estimasi yang diperoleh dengan menggunakan earnings, book value, atau dividends itu sendiri.

Sementara itu, Lee, Myers, dan Swaminathan (1999) dalam penelitiannya yang berjudul “What Is The Intrinsic Value of The Dow” membandingkan valuation yang berdasarkan pada traditional market multiples (B/P, E/P, dan D/P) dengan Residual Income Model. Hasil penelitian tersebut mengungkapkan bahwa rasio V/P, dimana “V” didasarkan pada Residual Income Model, secara statistik memiliki tingkat prediksi yang lebih dapat dipercaya, dibandingkan traditional market multiples (rasio B/P, E/P, dan D/P) yang sering digunakan dari tahun 1963-1996. Bahkan lebih lanjut mereka juga menyatakan bahwa metode traditional market multiples memiliki tingkat prediksi yang rendah.

Untuk perencanaan investasinya dalam suatu saham perusahaan, investor sebaiknya juga perlu mengadakan analisis terhadap kinerja keuangan perusahaan. Analisis ini berguna sebagai dasar untuk menilai apakah saham suatu perusahaan emiten layak untuk dijadikan alternatif investasi yang akan dilakukan. Kinerja

keuangan yang lebih fundamental dalam menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan adalah rasio keuangan.

Rasio keuangan sebagai salah satu faktor yang sering digunakan untuk perencanaan investasi, dapat menggambarkan kinerja keuangan dan dapat menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan. Melalui rasio keuangan dapat dibuat perbandingan yang berarti dalam dua hal (Purnomo, 1998). Pertama, dapat dibandingkan rasio keuangan suatu perusahaan dari waktu ke waktu untuk mengamati kecenderungan (trend) yang sedang terjadi. Kedua, dapat dibandingkan rasio keuangan sebuah perusahaan dengan perusahaan lain yang masih bergerak pada industri yang relatif sama pada periode tertentu.

Terdapat berbagai penelitian yang telah dilakukan untuk melihat hubungan antara informasi keuangan dengan return ataupun harga saham di pasar. Sulistiono (1994) meneliti tentang “Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh terhadap Harga Saham pada Perusahaan Farmasi yang Go Public di Indonesia”. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah ROA, DER, Financial Leverage, Tingkat Penjualan, Tingkat Likuiditas, dan Suku Bunga Deposito. Sedangkan variabel terikatnya adalah harga saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa semua variabel bebas berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham, serta secara parsial hanya variabel ROA yang berpengaruh secara nyata terhadap harga saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Claude (et. al. 1996) meneliti pengaruh Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk terhadap return saham. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 47 pasar modal di seluruh dunia yang dibagi dalam dua kelompok, yaitu developed market dan emerging market. Penelitian

ini dilakukan menggunakan data semesteran (semi annual) periode Januari 1984 sampai dengan Juli 1995. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah Political Risk, Economic Risk, Financial Risk, PBV, dan DPR, sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah return saham yang diukur dari capital gain. Hasil penelitian menunjukkan bahwa di dalam kelompok pasar modal (developed and emerging market) resiko politik, ekonomi, keuangan, dan PBV secara signifikan berpengaruh positif terhadap return saham. Sedangkan DPR tidak signifikan mempengaruhi return saham.

Prasetyo (2000) melakukan penelitian mengenai “Analisis Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar sebagai Prediksi Harga Saham di BEJ pada Periode Bullish dan Bearish”. Variabel bebas yang digunakan adalah RPP, BPP, DTA, ROE, NPM, OPM, dan Log-MCap. Sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah harga saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa DTA berpengaruh terhadap harga saham, BPP dan ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham, OPM secara signifikan berpengaruh positif terhadap harga saham, NPM tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap harga saham, dan EPP memiliki pengaruh negative terhadap harga saham. Pada periode bullish nilai kapitalisasi pasar berpengaruh negatif terhadap harga saham, sedangkan pada periode bearish nilai kapitalisasi pasar tidak signifikan mempengaruhi harga saham.

Natarsyah (2000) meneliti mengenai “Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis terhadap Saham; Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go Public di Pasar Modal Indonesia”. Penelitian tersebut menggunakan teknik pengambilan sampel dengan metode purposive sampling dengan kriteria perusahaan

industri barang konsumsi yang sahamnya selalu terdaftar dan aktif diperdagangkan sejak tahun 1990 sampai dengan tahun 1997 dengan data tahunan. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah ROA, ROE, DPR, DER, BV, dan indeks beta. Sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah harga saham yang diukur dengan harga saham pada saat penutupan (closing price) pada setiap periode 31 Desember. Model analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan model log-linear. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa ROA, DER, BV mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham pada level kurang dari 1%, resiko sistematis (indeks β) signifikan pada level kurang dari 10%. Sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh terhadap harga saham.

Sementara itu, Hardiningsih, Suryanto, dan Chariri (2002) meneliti tentang “Pengaruh Faktor Fundamental dan Resiko Ekonomi terhadap Return Saham Perusahaan di BEJ”. Penelitian ini menggunakan teknik pengambilan sampel purposive sampling terutama pada saham-saham kelompok basic industry dan chemical yang terdaftar dan paling aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah ROA, PBV, inflasi, dan nilai tukar Rupiah. Sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah return saham. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa ROA, PBV, dan inflasi memiliki pengaruh yang positif terhadap return saham. Sedangkan nilai tukar Rupiah memiliki pengaruh negatif terhadap return saham.

Sing, Liow, dan Chan (2002) melakukan penelitian dengan judul “Mean Reversion of Singapore Property Stock Prices Towards Their Fundamental Values”. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah Earning Per Share

(EPS), Dividend Per Share (DPS), dan Net Assets Value (NAV), sedangkan variabel terikat yang digunakan adalah harga saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa nilai fundamental perusahaan yang dinyatakan oleh Earning Per Share (EPS), Dividend Per Share (DPS), dan Net Assets Value (NAV) secara signifikan dapat menjelaskan perubahan harga saham.

Gani (2002) melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan terhadap Harga Saham.” Penelitian ini dilakukan pada empat puluh emiten yang termasuk kategori berkapitalisasi besar pada tahun 1996 dan 1998. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah DER, ROA, ROE, NPM, OPM, PER, dan PBV. Variabel terikatnya adalah harga saham. Metode analisisnya menggunakan model analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rasio keuangan tersebut berpengaruh besar terhadap stock return sebelum krisis moneter terjadi. Setelah krisis moneter, pengaruh rasio keuangan jauh menurun.

Penelitian yang dilakukan Itan dan Syakhroza (2003) meneliti tentang “The Influence of Financial Performance to The Price of LQ-45 Stocks at Jakarta Stock Exchange”. Populasi penelitian ini adalah empat puluh lima perusahaan yang listed di BEJ atau yang biasa disebut Saham LQ-45. Metode pemilihan sampelnya menggunakan purposive sampling, sedangkan metode analisisnya menggunakan model analisis regresi berganda. Variabel bebas yang digunakan adalah DER, ROA, ROE, NPM, OPM, PER, dan PBV, sedangkan variabel terikatnya adalah harga saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa analisis dengan menggunakan data pooling menunjukkan bahwa variabel NPM berpengaruh negatif terhadap harga

saham. Sedangkan hasil analisis secara simultan menunjukkan bahwa ketujuh variabel bebas tersebut secara signifikan mempengaruhi harga saham.

Penelitian yang dilakukan Ratnasari (2003) meneliti tentang “Analisis Pengaruh Faktor Fundamental, Volume Perdagangan, dan Nilai Kapitalisasi Pasar terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur dan Perbankan)”. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam Sektor Manufaktur dan Perbankan yang listed di BEJ. Metode pemilihan sampelnya menggunakan purposive sampling, sedangkan metode analisisnya menggunakan model analisis regresi berganda. Variabel bebas yang digunakan adalah DER, ROA, NPM, PBV, Volume Perdagangan, dan Nilai Kapitalisasi Pasar. Sedangkan variabel terikatnya adalah return saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel DER, ROA, NPM, dan PBV signifikan pada $\alpha = 5\%$, sedangkan variabel Volume Perdagangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar tidak signifikan pada $\alpha = 5\%$. Penelitian tersebut juga menemukan hasil bahwa variabel ROA memiliki tanda negatif atau pengaruhnya berlawanan terhadap return saham.

2.3. Mekanisme antar variabel penelitian

2.3.1. Pengaruh DER terhadap Harga Saham di Pasar

Rasio leverage yang cukup tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin buruk, karena tingkat ketergantungan permodalan perusahaan terhadap pihak luar (kreditor) semakin besar. Rasio leverage yang lazim digunakan untuk mengukur solvabilitas perusahaan adalah debt to equity ratio (DER). *Debt to Equity Ratio* (DER)

merupakan rasio hutang yang digambarkan dengan perbandingan antara seluruh hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Riyanto, 1993). Dengan demikian DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian dari modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. DER akan mempengaruhi kinerja perusahaan serta menyebabkan apresiasi maupun depresiasi harga saham.

Sulistiono (1994) dan Sulaiman (1995) dalam hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *financial leverage* yang ditanggung perusahaan dengan kenaikan atau penurunan harga saham. Hal ini berarti semakin tinggi *financial leverage* yang ditanggung perusahaan akan semakin menurunkan harga saham. Dengan demikian, semakin tingginya DER yang ditanggung perusahaan akan mengurangi minat investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan, karena investor yang rasional akan mencari emiten yang memiliki beban DER yang kecil. Bila minat investor berkurang maka permintaan atas saham juga berkurang sehingga akan menurunkan harga saham. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa DER secara signifikan mempunyai pengaruh negatif terhadap harga saham di pasar.

2.3.2. Pengaruh ROA terhadap Harga Saham di Pasar

Rasio profitabilitas yang tinggi menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, karena perusahaan dapat memperoleh keuntungan dari aktivitas usaha. Jenis rasio profitabilitas yang lazim digunakan untuk memprediksi return saham antara lain; return on assets (ROA). ROA merupakan rasio antara net income after tax terhadap total assets. Rasio ini digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan dalam menghasilkan laba bersih setelah pajak dengan memanfaatkan total aktiva yang digunakan. Sudah barang tentu ROA yang semakin tinggi akan meningkatkan daya tarik investor, sehingga harga

saham perusahaan relatif meningkat; demikian juga return saham juga akan meningkat. Teori ini didukung oleh bukti empiris yang dihasilkan oleh Syahib Natarsyah (2000) yang menunjukkan ROA secara signifikan berpengaruh positif terhadap return saham. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa ROA secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham di pasar. Namun hasil ini bertentangan dengan bukti empiris yang dihasilkan oleh Sparta (2000) yang menunjukkan bahwa ROA tidak signifikan mempengaruhi return saham.

2.3.3. Pengaruh NPM terhadap Harga Saham di Pasar

Rasio Profitabilitas yang kedua adalah *net profit margin (NPM)* merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap total penjualan. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan bersihnya dari total penjualan yang dihasilkannya. Semakin besar NPM (mendekati 1) menunjukkan semakin efisien biaya yang dikeluarkan sehingga keuntungan bersih semakin meningkat. Hal ini berdampak positif terhadap harga (return) saham perusahaan. Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat disimpulkan bahwa NPM secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham di pasar. Namun bukti empiris tidak dapat menunjukkan bahwa NPM berpengaruh signifikan terhadap return saham (Teguh Prasetya, 2000).

2.3.4. Pengaruh PBV terhadap Harga Saham di Pasar

Price to Book Value (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya (Ang, 1997). Perusahaan yang berkinerja baik, biasanya memiliki rasio PBV diatas satu ($PBV > 1$). Hal ini menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar daripada nilai bukunya. Semakin besar rasio PBV, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Natarsyah (2000) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara PBV dengan

kenaikan dan penurunan harga saham. Claude (1996) juga menemukan bahwa PBV merupakan faktor fundamental yang berpengaruh positif terhadap *return* saham di pasar modal *developed and emerging market*. Hasil tersebut menginformasikan bahwa semakin tinggi PBV yang dimiliki perusahaan akan menyebabkan semakin tinggi pula harga saham. Hal ini akan semakin membuat para investor atau calon investor tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, karena investor yang rasional akan memilih emiten yang mempunyai PBV yang tinggi. Dengan adanya daya tarik tersebut akan berdampak pada semakin banyaknya calon investor dan atau investor untuk memiliki saham perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan harganya di pasar modal. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa PBV secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham di pasar.

2.3.5. Pengaruh EPS terhadap Harga Saham di Pasar

Earning Per Share (EPS) merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada suatu tahun buku dengan (*outstanding shares*) jumlah saham yang diterbitkan (Ang, 1997). Laba bersih setelah pajak ini biasa disebut dengan NIAT (*Net Income After Tax*). Nilai EPS yang lebih besar menandakan kemampuan perusahaan yang lebih besar dalam menghasilkan keuntungan bersih dari setiap lembar saham. Sahetapy (1999) dalam penelitiannya menyatakan bahwa EPS yang semakin tinggi akan semakin menarik minat investor dalam menanamkan modalnya, karena EPS menunjukkan laba yang berhak didapatkan oleh pemegang saham atas satu lembar saham yang dimilikinya. Karena korelasi antara EPS dengan harga saham sangat kuat, sehingga jika nilai EPS diperkirakan akan naik, maka harga saham akan mengalami kenaikan juga karena tingginya permintaan investor dan atau calon investor yang berminat dengan saham tersebut. Dengan demikian, investor yang rasional akan memilih saham emiten yang

memiliki nilai EPS yang tinggi. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa EPS secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap harga saham di pasar.

Tabel 2.1.
Hasil Penelitian Analisis Nilai Normatif Saham

No	Peneliti (th)	Judul Penelitian	Tujuan	Teknik Analisis	Hasil
1	Frankel dan Lee (1998)	<i>Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns</i>	Menganalisis <i>value</i> dengan metode RIM dan membandingkannya dengan analisis yang menggunakan B/P ratio pada harga-harga saham <i>cross-sectional</i> di Amerika Serikat	Analisis Kuantitatif	“ <i>Value</i> ” yang dihasilkan dari metode RIM mendekati 70% pada harga saham <i>cross-sectional</i> di Amerika Serikat dan V/P (<i>value-to-price ratio</i>) merupakan prediktor tingkat pengembalian <i>cross-sectional</i> (<i>cross-sectional returns</i>) yang jauh lebih baik daripada B/P (<i>book-to-price ratio</i>)
2	Frankel dan Lee (1997)	<i>Accounting Diversity and International Valuation</i>	Menganalisis <i>value</i> dengan metode RIM dan membandingkannya dengan analisis yang menggunakan B/P ratio pada harga-harga saham <i>cross-border</i> di Amerika Serikat	Analisis Kuantitatif	Sama dengan hasil penelitian tahun 1998, tetapi pada <i>cross-border valuation</i> .
3	Njo Anastrsia, Yanny Widiastuty Gunawan, Imelda Wijiyanti	Dependen: Harga saham property. Independen: ROA, ROE, BV, DER, Payout ratio, deviden Discount Model (DDM)	Analisis Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis Terhadap Harga Saham Properti di BEJ.	Analisis Kuantitatif	ROA, ROE, BV, DER, r , Beta mempunyai pengaruh signifikan secara bersama tetapi secara persial BV yang mempengaruhi harga saham.

No	Peneliti (th)	Judul Penelitian	Tujuan	Teknik Analisis	Hasil
4	Yunia Panjaitan, Oky Dewinta, Sri Desinta K	Dependen: Expected return saham Inependen : Harga saham, Pengelompokk an saham berdasarkan fair market price, ukuran perusahaan	Menentukan saham yang overvalue atau undervalue jika dibandingkan dengan fair market, menentukan apakah actual return sesuai dengan expected return. Bagai mana pengaruh market price terhadap fair market	Analisis Kuantitatif Dengan menggunakan CAPM	Terdapat perbedaan signifikan antara market price dan fair market, terdapat perbedaan signifikan antara expected return dengan actual return, market price tidak ada pengaruh signifikan terhadap expected return yang diproxy dari return
5	Lee, Charles M.C., James Myers and Bhaskaran Swaminathan	Membandingkan valuation yang menggunakan valuation multiples (P/E, P/B dan Dividend yield) dengan Discounted Residual Income Model	Valuing The Dow: A Bottom-Up Approach	Analisis Kuantitatif	Penilaian dengan menggunakan Discounted Residual Income Model memiliki kekuatan prediksi yang dapat dipercaya pada return pada Dow, S&P 500 Index dan pada portofolio saham kecil. Penilaian secara tradisional yang menggunakan B/P.

Sumber: Dari berbagai jurnal

2.4.Perbedaan Penelitian

Berdasarkan penelitian terdahulu maka perbedaan penelitian ini terdiri beberapa penelti terdahulu adalah :

1. Njo Anastrsia, Yanny Widiastuty Gunawan, Imelda Wijiyanti (2003), perbedaannya adalah pada model analisis yang digunakan Deviden Discount model (DDM) serta variabel Independen Payout Ratio, Deviden Discount. Analisis ini hanya memperhatikan faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham property. Tidak diuji pengaruh nilai normatif terhadap harga saham properti.
2. Yunia Panjaitan, Oky Dewinta, Sri Desinta K (2004), perbedaannya adalaah pada model analisi menggunakan CAPM, variabel dependennya adalah expected return dan variabel inependen adalah harga saham, fair market dan ukuran perusahaan.
3. Lee, Charles M.C., James Myers and Bhaskaran Swaminathan (1999) Membandingkan valuation yang menggunakan valuation multiples (P/E, P/B dan Dividend yield) dengan Discounted Residual Income Model.
4. Frankel dan Lee (1997) metode RIM mendekati 70 % pada harga saham cross-sectional di Amerika Serikat dan V/P (value-to-price ratio) merupakan predictor tingkat pengembalian cross-sectional (cross-sectional returns) yang jauh lebih baik daripada B/P (book-to-price ratio).

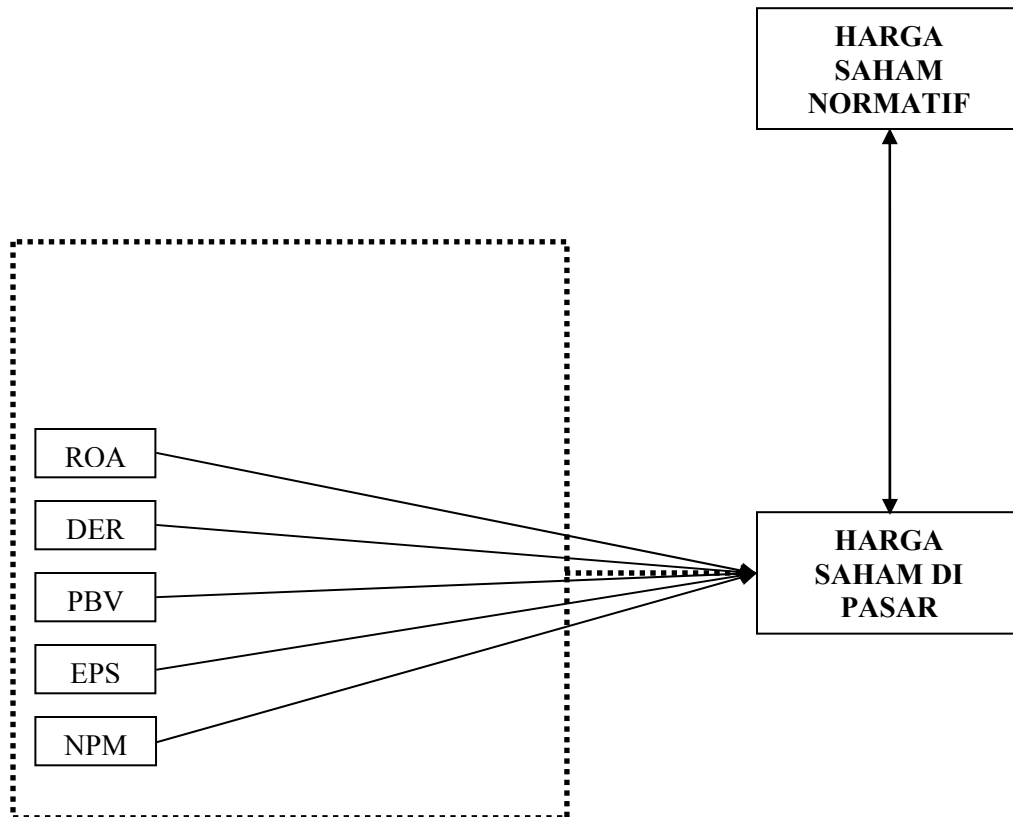
2.5.Kerangka Pemikiran Teoritis

Pemilihan suatu saham, selain menggunakan informasi harga pasar, juga memerlukan informasi mengenai nilai normatifnya. Nilai saham normatif dapat dianalisis melalui pendekatan *present value* dengan menggunakan metode *Residual Earning Model* (REM), untuk menentukan batas standar harga saham yang rasional

serta mencerminkan nilai normatifnya. Nilai normatif dalam penelitian ini adalah nilai saham awal tahun 2004. Nilai normatif ini kemudian akan dibandingkan dengan nilai pasarnya, yaitu harga saham di pasar pada awal tahun 2004 untuk mengetahui apakah terjadi perbedaan di antara keduanya. Perbedaan harga yang terjadi ini dianalisis dengan menggunakan uji beda. Bila ternyata nilai normatif dari suatu saham (nilai berdasarkan metode REM) lebih kecil daripada nilai pasar, maka dapat disimpulkan bahwa harga saham tersebut mahal (*overvalued*).

Informasi mengenai harga saham saja tidak cukup untuk memutuskan melakukan suatu investasi, sebab investor memerlukan informasi lain yang dapat mencerminkan kinerja suatu emiten. Informasi tersebut dapat diperoleh melalui rasio keuangan yang dapat menggambarkan kinerja keuangan serta menjelaskan kekuatan dan kelemahan suatu perusahaan (Purnomo, 1998). Berdasarkan hal tersebut, maka perlu dianalisis lebih lanjut mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham di pasar, sehingga investor dapat bertindak rasional dalam berinvestasi. Berdasarkan teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu, terdapat beberapa faktor fundamental perusahaan yang diidentifikasi mempengaruhi harga saham, yaitu ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka Kerangka Pemikiran Teoritis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagaimana yang ditunjukkan dalam gambar 2.1 berikut:

Gambar 2.1.
Kerangka Pemikiran Teoritis Penelitian



2.6. Hipotesis Penelitian

Hipotesis memungkinkan kita menghubungkan teori dengan pengamatan, atau pengamatan dengan teori. Hipotesis mengemukakan pernyataan tentang harapan peneliti mengenai hubungan-hubungan antara variabel-variabel di dalam persoalan (Donald, 1982).

Sedangkan hipotesis nol (*nully hypothesis*) merupakan hipotesis tentang tidak adanya perbedaan. Hipotesis ini pada umumnya diformulasikan untuk ditolak. Hipotesis pengganti (H_a) merupakan hipotesis penelitian yang berupa pernyataan

sementara atau dugaan yang dinyatakan secara operasional. Hipotesis penelitian adalah prediksi yang diturunkan dari teori yang sedang diuji. Hipotesis penelitian yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

- H₁ = Terdapat pengaruh signifikan positif ROA terhadap harga pasar saham perusahaan property di BEJ
- H₂ = Terdapat pengaruh signifikan negatif DER terhadap harga pasar saham perusahaan property di BEJ.
- H₃ = Terdapat pengaruh signifikan positif PBV terhadap harga pasar saham perusahaan property di BEJ.
- H₄ = Terdapat pengaruh signifikan positif EPS terhadap harga pasar saham perusahaan property di BEJ.
- H₅ = Terdapat pengaruh signifikan positif NPM terhadap harga pasar saham perusahaan property di BEJ.
- H₆ = Terdapat pengaruh signifikan positif ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM secara bersama-sama terhadap harga pasar saham perusahaan property di BEJ.
- H₇ = Terdapat perbedaan antara pasar harga saham perusahaan property dengan harga saham normative dengan metode *Residual Earning Model* (REM).

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data-data sekunder. Data sekunder yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data-data mengenai perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam Sektor Properti telah *listing* di Bursa efek Jakarta (BEJ) dari triwulan I tahun 2002 sampai dengan triwulan IV tahun 2004. Alasan menggunakan data triwulanan, untuk mendapatkan obyek pengamatan yang lebih banyak dengan jarak pengamatan yang lebih pendek sehingga diharapkan hasil analisis yang didapatkan tidak bias dan mencerminkan keadaan yang sesungguhnya. Data-data historis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Laporan Keuangan perusahaan sampel yang berakhir tanggal 31 Desember 2002 sampai dengan 31 Desember 2004
2. Laporan Keuangan perusahaan sampel triwulanan mulai tahun 2002 sampai dengan tahun 2004

Seluruh data tersebut dapat diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) dan *JSX Quarterly Report*.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan sektor property yang terdaftar di BEJ selama triwulan I tahun 2002 sampai dengan triwulan IV tahun 2004 sejumlah 29 perusahaan. Pemilihan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan

penelitian. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih dan mendapatkan sampel adalah sebagai berikut:

1. Telah terdaftar di BEJ dari triwulan I tahun 2002 sampai dengan triwulan IV tahun 2004 dan berupa perusahaan yang tergolong Sektor Properti.
2. Perusahaan tersebut secara periodik mengeluarkan laporan keuangan setiap tiga bulan mulai dari tahun 2002 sampai dengan tahun 2004 dan memiliki kelengkapan data selama periode pengamatan. Pemilihan sampel ini didasarkan pada kelengkapan data yang dimiliki perusahaan, terutama informasi mengenai EPS (*Earning Per Share*), dan *Book Value* untuk analisis nilai normatif saham.
3. Perusahaan tersebut secara periodik mengeluarkan laporan keuangan setiap tahunnya dan memiliki kelengkapan data selama periode pengamatan. Pemilihan sampel ini didasarkan pada kelengkapan data yang dimiliki perusahaan, terutama informasi mengenai ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM yang merupakan variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini (untuk analisis regresi).
4. Perusahaan sektor property yang mempunyai EPS positif selama triwulan I tahun 2002 sampai dengan triwulan IV tahun 2004.

Dari keseluruhan populasi sejumlah 29 perusahaan tersebut, diperoleh sampel sejumlah 14 sampel perusahaan.

3.3. Definisi Operasional Variabel

3.3.1 Harga Saham Normatif

Harga saham normatif dalam penelitian ini dianalisis dengan metode *Residual Earning Model* (REM) mengestimasi nilai perusahaan sebagai penjumlahan nilai buku perusahaan (*firm's book value*) dan *present value* dari *Residual Earning* (RE) yang diharapkan. *Residual Earning* (RE) merupakan *return* dari saham biasa, yang dinyatakan dengan kelebihan *return* (*excess return*). Untuk setiap pendapatan (*earning*) pada periode t , *Residual Earning* (RE) (Jennifer Francis, Per Olsson dan Dennis R. Oswald Residual income perusahaan (2001) dapat dinyatakan dengan :

$$RI_{j,t} = X_{j,t} - B r_{j,t-1}$$

$RI_{j,t}$ = *Residual income perusahaan*

$X_{j,t}$ = *Earning per share tahun t (EPS t)*

B_{t-1} = *Book value of equity tahun $t-1$ (BV _{$t-1$})*

r_j = *Cost of equity, dimana $r_j = r_{j,t}$*

$$r_{j,t} = r_f + \beta_{j,t} [E(r_m) - r]$$

$r_{j,t}$ = *Discount rate yang dapat digunakan untuk mengevaluasi pada tahun t*

r_f = *Tingkat bunga bebas resiko*

$\beta_{j,t}$ = *Estimasi resiko sistematik perusahaan pada tahun t*

$[E(r_m) - r]$ = *premi resiko pasar yang diharapkan (expected market risk premium)*

Model Markowitz juga disebut dengan model indeks tunggal dapat diringkas sebagai berikut :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

Persamaan yang digunakan untuk menilai ekuitas berdasarkan metode ini adalah:

$$Value = Book\ Value\ on\ Common\ Equity + Present\ Value\ of\ Expected\ RE,$$

or:

$$V_0^E = B_0 + \frac{RE}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_n}{\rho_E^n}$$

dengan:

V_0^E = Nilai dari suatu ekuitas (*value of equity*) pada awal tahun 2002

B_0 = Nilai buku saham biasa tahun 2002

RE = *Residual Earning* yang diharapkan sampai tahun ke-n

ρ_E = $(1 + r)$

r = *cost of equity capital*

n = Tahun

3.3.2 Return On Assets (ROA)

Return On Assets (ROA) adalah rasio laba setelah pajak atau *Net Income After Tax* (NIAT) terhadap total aset. ROA menunjukkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan. Secara umum, persamaan yang digunakan untuk menilai ROA suatu perusahaan dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$ROA: \frac{NIAT}{Total\ Assets}$$

dengan:

$ROA = \text{Return On Assets}$

$NIAT = \text{Net Income After Tax}$ (pendapatan bersih setelah pajak)

3.3.3 *Debt to Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian dari modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Secara umum, persamaan yang digunakan untuk menilai DER suatu perusahaan dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$DER : \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Shareholders' Equity}}$$

dengan:

$DER = \text{Debt to Equity Ratio}$

$\text{Total Debts} = \text{Total jumlah hutang}$

$\text{Total Shareholders' Equity} = \text{Total modal sendiri yang dimiliki perusahaan}$

3.3.4 *Price to Book Value (PBV)*

Price to Book Value (PBV) merupakan rasio antara harga saham terhadap nilai bukunya. Bila suatu perusahaan memiliki nilai PBV di atas satu ($PBV > 1$), maka harga saham perusahaan tersebut dinilai lebih tinggi daripada nilai bukunya yang menggambarkan kinerja perusahaan tersebut semakin baik di mata investor. Secara

umum, persamaan yang digunakan untuk menilai PBV suatu saham dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$PBV_n = \frac{P_n}{BV_n}$$

dengan:

PBV_n = *Price to Book Value*

P_n = Harga per lembar saham pada tahun ke-n

BV_n = Nilai *book value* per lembar saham pada tahun ke-n

3.3.5 *Earning Per Share (EPS)*

Earning Per Share (EPS) merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada suatu tahun buku dengan (*outstanding shares*) jumlah saham yang diterbitkan (Ang, 1997). Nilai EPS yang lebih besar menandakan kemampuan perusahaan yang lebih besar dalam menghasilkan keuntungan bersih dari setiap lembar saham. Secara umum, persamaan yang digunakan untuk menilai EPS suatu saham dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$EPS = \frac{NIAT}{S_s}$$

dengan:

EPS = *Earning Per Share* (pendapatan bersih per lembar saham)

NIAT = *Net Income After Tax* (pendapatan bersih setelah pajak)

S_s = *Total outstanding shares* (total semua saham yang diterbitkan)

3.3.6 *Net Profit Margin (NPM)*

Net Profit Margin (NPM) menunjukkan rasio antara laba bersih setelah pajak atau NIAT (*Net Income After Tax*) terhadap total penjualannya. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan bersihnya terhadap total penjualan yang dicapai oleh perusahaan. Secara umum, persamaan yang digunakan untuk menilai NPM suatu perusahaan dapat dituliskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$\text{NPM} = \frac{\text{NIAT}}{\text{Net Sales}}$$

dengan:

NPM = *Net Profit Margin*

NIAT = *Net Income After Tax* (pendapatan bersih setelah pajak)

Net Sales = Penjualan bersih

3.3.7 **Harga Saham di Pasar/Harga Pasar**

Harga pasar merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung (Ang, 1997). Harga pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga penutupan pada akhir triwulan (*end year closing price*) periode dari triwulan 1 tahun 2002 sampai dengan triwulan 4 tahun 2004. Harga pasar ini diperoleh dari data sekunder yang bersumber dari JSX Statistik Monthly..

Ringkasan mengenai Definisi Operasional Variabel dapat disimak dalam tabel 3.1 berikut ini:

Tabel 3.1.
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Persamaan
1.	Harga Saham Normatif	Estimasi nilai perusahaan sebagai penjumlahan nilai buku perusahaan (<i>firm's book value</i>) dan <i>present value</i> dari <i>Residual Earning</i> (RE) yang diharapkan (Harga saham normatif dalam penelitian ini dianalisis dengan metode <i>Residual Earning Model</i> (REM))	$V_0^E = B_0 + \frac{RE}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_n}{\rho_E^n}$
2.	ROA	Rasio laba setelah pajak atau <i>Net Income After Tax</i> (NIAT) terhadap total asset, yang diambil secara triwulanan	$ROA : \frac{NIAT}{Total Assets}$
3.	DER	Perbandingan antara seluruh hutang, baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang dengan modal sendiri, yang diambil secara triwulanan	$DER : \frac{Total Debts}{Total Shareholders' Equity}$
4.	PBV	Rasio antara harga saham terhadap nilai bukunya, yang diambil secara triwulanan	$PBV_n : \frac{P_n}{BV_n}$
5.	EPS	Perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada suatu tahun buku dengan (<i>outstanding shares</i>) jumlah saham yang diterbitkan, yang diambil secara triwulanan	$EPS : \frac{NIAT}{S_s}$
6.	NPM	Rasio antara laba bersih setelah pajak atau NIAT (<i>Net Income After Tax</i>) terhadap total penjualannya (<i>Net Sales</i>) , yang diambil secara triwulanan	$NPM : \frac{NIAT}{Net Sales}$
7.	Harga Pasar	Harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung, yang diambil secara triwulanan	Closing Price akhir triwulan

Sumber: Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (1997)

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu metode pengumpulan data dengan cara mengumpulkan dokumen-dokumen yang berhubungan dengan data sekunder berupa laporan keuangan yang telah dipublikasikan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) serta dari *JSX Quarterly Report*.

3.5 Teknik Analisa Data

Teknik analisis yang digunakan adalah analisis kuantitatif dengan metode *Residual Earning Model* (REM) dan teknik analisis regresi. Untuk hipotesis pertama, teknik analisis yang digunakan adalah analisis kuantitatif dengan metode *Residual Earning Model* (REM) dengan menggunakan konsep *present value of money*. Analisis ini menggunakan data *dividend*, EPS tahunan dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2004, dan *Book Value* akhir tahun 2004. Hasil analisis ini adalah berupa harga saham normatif pada awal tahun 2004. Teknik analisis untuk metode *Residual Earning Model* ini adalah sebagai berikut:

- 1) Menentukan nilai *Book Value* perusahaan sampel pada tahun 2002 yang didapat dari ICMD.
- 2) Melakukan *forecast* terhadap Firm's discount rate $r_{j,t} = r_f + \beta_{j,t} [r E_m] - r$
- 3) Melakukan *forecast* terhadap RE (*Residual Earning*) dengan persamaan $RI_{j,t} = X_{j,t} - B r_{j,t-1}$
- 4) Mem-*present value*-kan keseluruhan RE dengan persamaan $PV \text{ of } RE_n : RE^1 / (1+t)^n$ lalu menjumlahkannya sehingga didapat PV dari RE total.

- 5) Menjumlahkan nilai *Book Value* tahun t dengan total PV dari RE yang telah di-*present value*-kan untuk mendapatkan nilai saham normatif pada tahun t .
- 6) Menjumlahkan nilai *Book Value* tahun t dengan total PV dari RE yang telah di-*present value*-kan serta PV of CV tahun 2010 untuk mendapatkan nilai saham normatif pada tahun t

Nilai saham normatif hasil perhitungan dengan metode REM ini akan dibandingkan dengan harga saham emiten di pasar pada awal tahun t . Hal ini bertujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya beda nilai yang signifikan antara harga saham emiten di pasar dengan nilai atau harga saham normatifnya. Teknik analisis yang digunakan untuk membandingkan kedua nilai tersebut adalah uji *paired sample t-test*. Tes ini menganalisis perbandingan untuk dua sampel yang berpasangan. Dua sampel yang berpasangan diartikan sebagai sebuah sampel dengan subyek yang sama namun mengalami dua perlakuan atau pengukuran yang berbeda (Santoso, 2001). Sampel dalam penelitian ini dibedakan menjadi dua grup, yaitu grup harga saham emiten di pasar (pengukurannya dengan menggunakan data harga saham di pasar), serta grup harga saham normatif (pengukurannya dengan menggunakan metode REM). Analisis uji *paired sample t-test* ini dilakukan dengan melihat nilai t hitungnya. Bila nilai t hitung signifikan pada $\alpha = 5\%$, maka dapat dikatakan terdapat perbedaan antara nilai saham normatif dengan nilai pasarnya atau nilai riil-nya.

Teknik analisis regresi akan digunakan untuk menguji hipotesis kedua sampai dengan ketujuh. Dajan (1986) dan Supranto (1997) menyatakan bahwa untuk menguji model pengaruh dan hubungan variabel bebas yang terdiri lebih dari dua variabel terhadap variabel tergantung, digunakan persamaan regresi linear berganda dengan

metode *Ordinary Least Square* (OLS). Inti metode OLS adalah mengestimasi suatu garis regresi dengan jalan meminimalkan jumlah dari kuadrat kesalahan setiap observasi terhadap garis tersebut.

Berdasarkan hal tersebut, maka analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda (simultan) untuk menganalisis seluruh variabel terhadap harga saham dan regresi sederhana (parsial) untuk menganalisis masing-masing variabel kinerja keuangan terhadap harga saham perusahaan yang termasuk dalam Sektor Industri Barang Konsumsi. Data penelitian yang telah dikumpulkan akan diolah dengan program SPSS versi 12. Analisis ini akan menggunakan data sekunder dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2004 untuk mengetahui faktor-faktor yang harga saham pada sektor tersebut.

Ghozali (2000) menyatakan bahwa ketepatan fungsi regresi dalam mengestimasi nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit*-nya. Secara statistik dapat diukur dari nilai statistik *t*, nilai statistik *F*, dan koefisien determinasinya. Suatu perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila nilai uji dikehendaki statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana H_0 ditolak). Sebaliknya, disebut tidak signifikan apabila nilai uji statistiknya berada di dalam daerah dimana H_0 diterima.

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model untuk menerangkan variasi variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai koefisien determinasi berada diantara 0 sampai dengan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai R^2 yang mendekati 1 berarti variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen.

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap penambahan satu variabel independen, nilai R^2 pasti akan meningkat tanpa mempedulikan apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen atau tidak. Oleh karena itu banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai *adjusted* R^2 pada saat mengevaluasi model regresi terbaik. Tidak seperti nilai R^2 , nilai *adjusted* R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model.

3.6 Pengujian Penyimpangan Asumsi Klasik

Gujarati (1999) menyatakan bahwa dalam analisis regresi linear berganda perlu menghindari penyimpangan asumsi klasik agar tidak timbul masalah dalam penggunaan analisis regresi linear berganda, oleh karena itu dalam penelitian ini perlu diuji asumsi-asumsi klasik seperti multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. Ghazali (2000) juga menyatakan bahwa pengujian ini dilakukan agar diperoleh model regresi yang tidak bias. Kriteria yang digunakan untuk uji asumsi klasik dalam penelitian ini adalah (Ghazali, 2000):

3.6.1 Normalitas Data

Uji Normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel independen dan variabel dependen kedua-duanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah model yang memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak dapat dilakukan dengan beberapa cara, yaitu:

3.6.1.1 Analisis Grafik

Salah satu cara termudah untuk melihat normalitas adalah melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Namun demikian, dengan hanya melihat histogram, hal ini bisa menyesatkan khususnya untuk jumlah sampel yang kecil. Metode yang lebih handal adalah dengan melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan *plotting* data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

Pada prinsipnya, normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Dasar pengambilan keputusannya adalah:

- Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

3.6.1.2 Analisis Statistik

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal ataukah

tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas dapat dilakukan dengan uji statistik. Test statistik yang digunakan antara lain analisis grafik histogram, normal probability plots dan Kolmogorov-Smirnov test (Imam Ghozali, 2002).

3.6.2. Uji Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk ke dalam model. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity* dilakukan dengan diduga korelasi (r) diatas 0,70 (Singgih Santoso, 1999); dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi tak satupun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara individu signifikan secara statistik atas dasar pengujian t yang konvensional (Gujarati, 1995:166). Disamping itu juga dapat digunakan uji *Variance Inflation Factor* (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\boxed{\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance}}$$

Jika VIF lebih besar dari 10, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas (Imam Ghozali, 2002).

3.6.3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi ketiga adalah *heteroscedasticity* untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas yang dilakukan dengan *Glejser-test* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Gujarati, 1995 : 187).

$$\boxed{[e_i] = B_1 X_i + v_i}$$

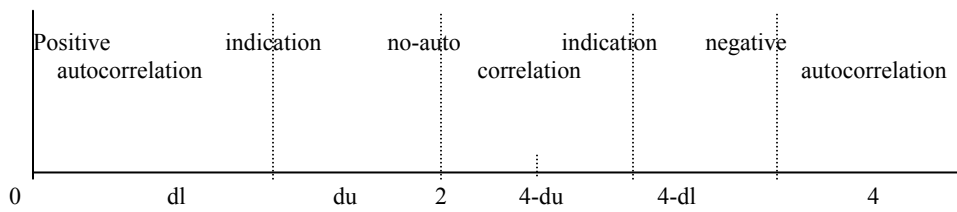
X_i : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (δ_i^2); dan

V_i : unsur kesalahan.

3.6.4. Uji Autokorelasi

Pengujian asumsi ke-empat dalam model regresi linier klasik adalah *autocorrelation*. Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test*, dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode tersebut adalah dl , du , $4 - dl$, dan $4 - du$. Jika nilainya mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika mendekati 0 atau 4 terjadi autokorelasi (+/-). Posisi angka *Durbin-Watson test* dapat digambarkan dalam gambar 3.1

Gambar 3.1:
Posisi Angka Durbin Watson



BAB IV ANALISIS DATA

4.1. Gambaran Umum Sampel

Jumlah perusahaan property yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode 2002-2004 berjumlah 29 perusahaan. Data dari 29 perusahaan tersebut diperoleh perusahaan yang mempunyai EPS positif dan Book Value positif dalam laporan keuangannya selama periode 2002-2004 guna menghitung residual income, dikarenakan EPS dan book value merupakan variabel pembentuk residual income sebanyak 14 perusahaan, hal ini dilakukan karena bila perusahaan dengan EPS negatif dan book value negatif dimasukkan dalam obyek penelitian, maka hal tersebut akan menyebabkan gangguan pada analisis nilai saham normative. Sehingga sampel dalam penelitian sejumlah 14 perusahaan.

4.2. Data Deskriptif

Penelitian ini menggunakan data dalam bentuk *pooled cross sectional*. Penelitian dilakukan pada tahun 2002–2004 secara triwulanan sehingga terdapat 12 triwulan, data triwulan digunakan dikarenakan dalam laporan triwulanan data yang digunakan yaitu: ROA, DER, PBV, EPS, NPM dan Harga Saham tercantum dalam laporan triwulanan, selain itu jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sangat sedikit yaitu 14 perusahaan. Dengan menggunakan data triwulanan didapatkan jumlah pengamatan yang lebih banyak sehingga diharapkan hasil outputnya juga lebih baik. Dengan sampel sebanyak 14 emiten, maka secara *pooled cross section* diperoleh sejumlah $12 \times 14 = 168$ pengamatan yang secara deskriptif

akan dijelaskan mengenai perkembangan atau kondisi masing-masing variabel untuk tiap periode.

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM yang menjadi variabel independen serta Harga Saham sebagai variabel dependen. Data variabel ROA, DER, PBV, EPS, NPM dan Harga Saham diambil langsung dari JSX Statistik monthly.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1:
Minimum, Maksimum, Mean dan Standard Deviasi

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	168	-2,00	38,00	3,0744	4,60528
DER	168	,02	10,54	1,1520	1,76654
PBV	168	,49	7,29	,6185	,91399
EPS	168	,00	2820,00	56,6721	221,70881
NPM	168	-1908,00	3097,00	53,5302	333,23692
HARGA	168	10,00	2325,00	334,6429	445,09084
Valid N (listwise)	168				

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 4.1 tersebut nampak bahwa variabel Harga Saham mempunyai nilai rata-rata (*mean*) sebesar 334,6429 dengan standar deviasi (SD) sebesar 445,09084; dimana nilai SD ini lebih besar daripada rata-rata Harga Saham. Hasil yang sama juga terjadi pada semua variabel independen yaitu, ROA, DER, PBV, EPS dan NPM, dengan hasil tersebut menunjukkan bahwa data variabel Harga saham, ROA, DER, PBV, EPS dan NPM menunjukkan hasil yang kurang baik, hal tersebut dikarenakan standar deviasi yang mencerminkan

penyimpangan dari data variabel tersebut (Harga saham, ROA, DER, PBV, EPS dan NPM) sangat tinggi bahkan lebih besar dari nilai rata-ratanya.

Sedangkan untuk Nilai instrinsik saham besarnya nilai mean (998,4908) lebih besar dari nilai standar deviasinya yaitu sebesar 1113,44857 sehingga nilai instrinsik saham juga mempunyai penyimpangan data yang relatif besar. Hal tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.2 berikut:

Tabel 4.2:
Deskriptif Statistik Nilai Instrinsik

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
HRGNRMTF	42	-453,24	5812,43	998,4908	1113,44857
Valid N (listwise)	42				

4.3. Proses dan Hasil Analisis

4.3.1. Proses Analisis

Berdasarkan data sampel yang ada, untuk kepentingan analisis lanjutan dihitung rasio-rasio keuangan yang menjadi variabel penelitian, yaitu : ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM. Serta yang menjadi variabel dependen yaitu: Harga Saham serta nilai saham instrinsik.

Hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan dengan metode *pooled* data periode triwulan 1 tahun 2002 sampai dengan triwulan 4 tahun 2004 dari 14 perusahaan sampel, ditunjukkan pada tabel 4.3 sebagai berikut :

Tabel 4.3
Rata-Rata Rasio Keuangan Perusahaan Sampel

No	Jenis Rasio	I-2002 s/d IV-2004
1	ROA	3.0744
2	DER	1.1520
3	PBV	0.6185
4	EPS	56.6721
5	NPM	53.5302
6	Harga Saham	334.6423
7	Nilai Instrinsik	998,4908

Dari ketujuh rasio keuangan tersebut menunjukkan bahwa variabel-variabel penelitian mempunyai nilai rata-rata positif. Hal ini kemungkinan dipengaruhi oleh kondisi perusahaan property di Indonesia pada periode 2002–2004 mulai bergerak ke arah yang makin baik.

4.3.2. Hasil Analisis

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

4.3.2.1. Normalitas Data

Untuk menentukan normalitas data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus di atas 5% (Santoso, 2004). Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan semua variabel, yaitu: ROA, DER, PBV, EPS, NPM dan Harga Saham menunjukkan data yang terdistribusi normal, dimana keenam variabel tersebut menunjukkan tingkat signifikansi dibawah 0,05 yaitu masing-masing sebesar 0,130 (ROA), 0,109 (DER), 0,096 (PBV), 0,078 (EPS), 0,089 (NPM) dan 0,128 (Harga Saham). Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut ini :

Tabel 4.4
Kolmogorov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	ROA	DER	PBV	EPS	NPM	HARGA
N	168	168	168	168	168	168
Normal Parameters						
Mean	3,0744	1,1520	,6185	56,6721	53,5302	34,6429
Std. Deviation	4,60528	1,76654	,91399	1,70881	3,23692	5,09084
Most Extreme Differences						
Absolute	,022	,026	,027	,040	,036	,023
Positive	,022	,023	,021	,032	,036	,023
Negative	-,018	-,026	-,027	-,040	-,035	-,023
Kolmogorov-Smirnov Z	1,689	1,718	1,770	1,894	1,862	1,692
Asymp. Sig. (2-tailed)	,130	,109	,096	,078	,089	,128

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

4.3.2.2. Uji Multikolinieritas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinieritas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Berdasar hasil penelitian pada output SPSS versi 11.5, maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5
Hasil Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ROA	,892	1,121
	DER	,902	1,109
	PBV	,903	1,108
	EPS	,964	1,038
	NPM	,969	1,032

a. Dependent Variable: HARGA

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel-variabel independen terjadi persoalan multikolinieritas (Santoso, 2004). Berdasarkan Tabel 4.3 tidak terdapat variabel independen yang mempunyai nilai $VIF > 5$, artinya kelima variabel

independen tersebut tidak terdapat hubungan multikolinieritas dan dapat digunakan untuk memprediksi Harga Saham selama periode pengamatan (2002-2004).

4.3.2.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan δ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel independen.

Berdasar output SPSS versi 11.5 maka hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.6 sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	T	Sig.
(Constant)	6,363	,000
ROA	-,559	,577
DER	-1,790	,075
PBV	,703	,430
EPS	,827	,409
NPM	-,650	,517

Hasil perhitungan pada tabel 4.4 tersebut di atas menunjukkan bahwa tidak satupun dari variable-variabel independen ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM yang signifikan mempengaruhi residual absolut, dimana nilai probabilitas signifikansinya lebih besar 5%. Jika probabilitas signifikansinya lebih besar daripada tingkat kepercayaan yang digunakan ($\alpha = 5\%$), dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

4.3.2.3. Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan level of significance 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 5$) dan banyaknya data ($n = 168$). Berdasarkan output SPSS 11.5, maka hasil uji autokorelasi dapat ditunjukkan pada tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 4.7
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

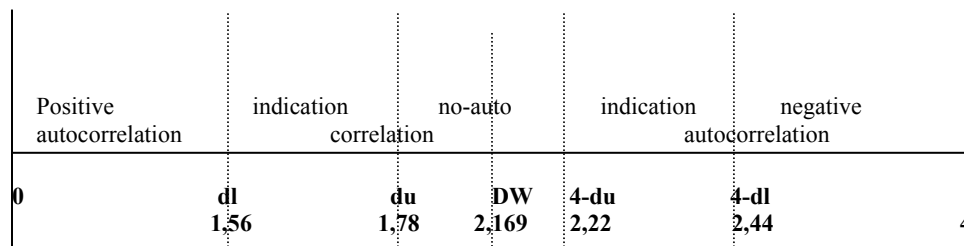
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,538 ^a	,290	,268	380,83070	2,169

a. Predictors: (Constant), NPM, EPS, PBV, DER, ROA

b. Dependent Variable: HARGA

Berdasar hasil perhitungan Durbin Watson sebesar 2,169; sedangkan dalam tabel DW untuk “ k ”=4 dan $N=155$ besarnya DW-tabel: dl (batas luar) = 1,57; du (batas dalam) = 1,78; $4 - du = 2,22$; dan $4 - dl = 2,43$. Dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah *no auto correlation* artinya dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.1 sebagai berikut :

Gambar 4.1
Hasil Uji Durbin Watson



Sumber : Ghozali (2001)

4.3.2.5. Hasil Analisis Regresi

Analisis regresi dilakukan setelah melalui pengujian penyimpangan terhadap asumsi klasik di atas yang menurut Algifari (1997) bahwa penyimpangan asumsi klasik yang sangat berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen adalah multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Sedangkan penyimpangan asumsi klasik lainnya sedikit atau bahkan tidak berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen. Berdasarkan hasil pengujian asumsi klasik tersebut menunjukkan bahwa model penelitian yang digunakan telah memenuhi persyaratan analisis regresi.

Sesuai output SPSS versi 11.5 bahwa kelima variabel independen tersebut (ROA, DER, PBV, EPS dan NPM) secara bersama-sama berpengaruh terhadap Harga Saham seperti ditunjukkan pada tabel 4.8 sebagai berikut:

Tabel 4.8
Hasil Perhitungan Regresi Simultan
ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9588490	5	1917698,078	13,223	,000 ^a
	Residual	23495188	162	145032,026		
	Total	33083679	167			

a. Predictors: (Constant), NPM, EPS, PBV, DER, ROA

b. Dependent Variable: HARGA

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 13,223 dan nilai signifikansi sebesar 0,0001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan yang digunakan 5%, berarti terdapat pengaruh yang signifikan variabel-variabel ROA, DER, PBV, EPS dan NPM secara bersama-sama terhadap variabel Harga Saham.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,268 atau 26,8% hal ini berarti hanya 26,8% variasi Harga Saham yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu: ROA, DER, PBV, EPS dan NPM sedangkan sisanya sebesar 73,2% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Besarnya nilai *Adjusted R²* dapat dijelaskan pada Tabel 4.9 berikut:

Tabel 4.9
Adjusted R²

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,538 ^a	,290	,268	380,83070

a. Predictors: (Constant), NPM, EPS, PBV, DER, ROA

b. Dependent Variable: HARGA

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen tersebut terhadap Harga Saham ditunjukkan pada tabel 4.10 sebagai berikut:

Tabel 4.10
Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	156,476	41,241		3,794	,000
ROA	7,886	6,774	,082	1,164	,246
DER	-4,527	1,956	-,018	-2,314	,028
PBV	252,188	33,935	,518	7,432	,000
EPS	,090	,135	,045	,668	,505
NPM	,037	,090	,028	,410	,683

a. Dependent Variable: HARGA

Dari tabel 4.8 dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Y = 156,476 + 7,886 X_1 - 4,527 X_2 + 252,188 X_3 + 0,090 X_4 + 0,037 X_5 + e$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut di atas dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel Return on Asset

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (1,164) dengan nilai signifikansi sebesar 0,246. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel ROA dengan variabel *Harga Saham*. Sedangkan nilai koefisien parameter ROA sebesar 7,886. Hal ini berarti ROA menunjukkan tanda yang positif terhadap *Harga Saham*. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa peningkatan laba perusahaan dengan memanfaatkan asset yang dimiliki perusahaan tidak meningkatkan harga saham karena kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan property belum pulih sehingga hal inilah yang menyebabkan ROA tidak berpengaruh terhadap harga saham.

2. Variabel Debt To Equity Ratio

Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukan bahwa secara parsial variabel DER berpengaruh signifikan terhadap variabel *Harga Saham*, sehingga hipotesis 2 terbukti. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t_{hitung} sebesar -2,314 dengan nilai signifikansi sebesar 0,028. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan variabel DER terhadap variabel *Harga Saham*. Tanda negatif dalam koefisien ini sesuai dengan asumsi semula dimana DER yang semakin meningkat menunjukkan harga saham perusahaan turun, hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan DER menyebabkan risiko perusahaan yang tinggi, hal ini menyebabkan investor melakukan aktivitas menjual saham, dengan banyaknya investor yang menjual sahamnya maka harga saham akan turun.

3. Variabel Price to Book Value

Dari hasil perhitungan uji secara partial diperoleh nilai t hitung sebesar (7,432) dan nilai signifikansi sebesar 0,0001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan berarti terdapat pengaruh signifikan antara variabel PBV dengan variabel *harga Saham*. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi PBV menunjukkan bahwa harga saham perusahaan juga semakin meningkat. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa peningkatan PBV yang menunjukkan seberapa mahal harga saham perusahaan property dinilai oleh investor, bila semakin tinggi PBV maka kepercayaan investor menjadi semakin baik sehingga banyak investor yang melakukan aktivitas membeli saham dan hal tersebut mampu meningkatkan harga saham.

4. Variabel *Earning Per Share*

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,668) dan nilai signifikansi sebesar 0,505. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel EPS terhadap variabel Harga Saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa tingkat keuntungan per lembar saham yang didapat perusahaan tidak mempengaruhi harga saham karena kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan property belum pulih sehingga hal inilah yang menyebabkan EPS tidak berpengaruh terhadap harga saham.

5. Variabel *Net Profit Margin*

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,410) dan nilai signifikansi sebesar 0,683. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel NPM terhadap variabel Harga Saham. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat keuntungan bersih yang didapat perusahaan tidak mempengaruhi harga saham, hal tersebut dikarenakan kepercayaan investor terhadap kinerja perusahaan property belum pulih sehingga hal inilah yang menyebabkan NPM tidak berpengaruh terhadap harga saham.

4.3.2.6. Uji Beda Paired Samples T-Test

Uji ini bertujuan untuk membandingkan nilai normative saham dengan nilai pasarnya. Pengujian ini membedakan sampel menjadi dua grup, yaitu grup sampel yang memiliki nilai saham di pasar dan grup sampel yang memiliki nilai saham normative. Hasil analisis paired samples statistic dapat dilihat pada Tabel 4.11. berikut:

Tabel 4.11:
Paired Samples Statistics

		Paired Samples Statistics			
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	HRGPSR	334,6429	42	391,60982	60,42671
	HRGNRMTF	614,3888	42	887,39965	136,92874

Jumlah pengamatan yang dilakukan adalah sebanyak 14 pengamatan atau 14 emiten yang termasuk dalam sektor industri property. Dari hasil pengujian tampak bahwa nilai rata-rata untuk harga saham di pasar adalah sebesar 334,6429 sedangkan nilai rata-rata untuk nilai saham normative adalah sebesar 614,3888. Hal ini berarti bahwa harga saham emiten yang dijadikan obyek penelitian secara rata-rata berada dalam keadaan undervalued (lebih tinggi daripada nilai pasarnya) atau masih termasuk dalam kategori saham berharga murah. Hasil analisis paired samples correlations dapat dilihat pada Tabel 4.12 berikut:

Tabel 4.12:
Paired Samples Correlations

		Paired Samples Correlations		
		N	Correlation	Sig.
Pair 1	HRGPSR & HRGNRMTF	42	,407	,015

Dari hasil pengujian tampak bahwa hasil korelasi antara kedua variabel yang menghasilkan angka 0,407 dengan tingkat probabilitas lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,015 yang menyatakan bahwa korelasi antara nilai pasar dan nilai saham adalah sangat erat dan benar-benar

berhubungan secara nyata. Hasil analisis paired samples t-test dapat dilihat pada Tabel 4.13 berikut:

Tabel 4.13:
Paired Samples T-Test

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1: HRGPSR - HRGN	9,7460	30,94153	,64740	9,8478	0,3558	-3,947	41	,006

Dari hasil pengujian tampak pula bahwa nilai statistik t hitung sebesar $-3,947$ dengan tingkat signifikan sebesar 0,05 atau sama dengan 5%. Oleh karena probabilitas lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,006 maka dapat dinyatakan bahwa hipotesa satu (H_1) yang menyatakan bahwa: Diduga terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga di pasar terbukti dan diterima, sedangkan hipotesis nol (H_0) yang diuji dalam kasus ini menyatakan bahwa: Diduga tidak terdapat perbedaan antara harga saham normatif dengan harga di pasar ditolak.

Selain dengan uji paired sample t test, perbedaan antara harga saham di pasar dengan nilai normatifnya dapat diketahui dengan melakukan perbandingan langsung untuk mengetahui saham-saham apa saja yang memiliki nilai normatif diatas nilai pasarnya, dan sebaliknya. Hasil Analisis mengenai perbandingan nilai saham di pasar terhadap nilai normatifnya dapat dilihat pada Tabel 4.14 berikut:

Tabel 4.14:
Perbandingan nilai saham di Pasar dan Normatif

Emiten	Nilai Pasar	Nilai Normatif	Keterangan
Bintang Mitra Semestaraya	110	411,45	Undervalued
Bukit Sentul	85	472,32	Undervalued
Ciptojaya Kontrindoreksa	70	213,59	Undervalued
Ciputra Surya	540	663,97	Undervalued
Duta Pertiwi	550	991,37	Undervalued
Gowa Makasar Tourism	625	580,41	Overvalued
Jaka Artha Graha	200	1950,61	Undervalued
Jaya Real Property	1150	1394,88	Undervalued

Karka Yasa Profilia	25	329,39	Undervalued
Kridaperdana Indahgraha	70	558,33	Undervalued
Lippo Cikarang	200	440,76	Undervalued
Lippo Karawaci	525	523,62	Overvalued
Suryainti Permata	150	370,28	Undervalued
Summarecon Agung	400	91,51	Overvalued

Berdasarkan tabel 4.14 diatas ternyata sebagian besar atau sebelas (11) emiten (Bintang Mitra Semestaraya, Bukit Sentul, Ciptojaya Kontrindoreksa, Ciputra Surya, Duta Pertiwi, Jaka Artha Graha, Real Property, Karka Yasa Profilia, Kridaperdana Indahgraha, Lippo Cikarang, dan Suryainti Permata) memiliki nilai normatif yang lebih besar daripada nilai pasarnya (undervalued). Hal ini menandakan bahwa harga saham-saham yang bersangkutan masih dalam kategori murah. Hamid (1995) menyatakan bahwa untuk saham yang termasuk dalam kategori undervalued ini sebaiknya dibeli atau dipertahankan apabila saham tersebut telah dimilikinya, karena kemungkinan besar akan terjadi lonjakan harga saham dimasa yang akan datang.

Hasil analisis yang ditunjukkan oleh table 4.14 diatas juga menunjukkan bahwa terdapat tiga (3) emiten (Lippo Karawaci, Gowa Makasar Tourism dan Sumarecon Agung) yang nilai saham normatifnya lebih rendah daripada harga pasarnya (overvalued). Hal ini menandakan bahwa saham emiten-emiten tersebut termasuk dalam kategori harga yang mahal. Chalimah (1997) dan Hamid (1995) menyatakan bahwa saham-saham yang termasuk kategori overvalued tersebut sebaiknya dihindari atau dilakukan penjualan saham, karena kondisi seperti ini pada masa yang akan datang kemungkinan besar akan terjadi koreksi pasar.

Berdasarkan hasil analisis diatas maka dapat disimpulkan bahwa bila investor ingin berinvestasi dengan membeli saham suatu emiten maka investor tersebut dapat memilih saham-saham yang undervalued, sedangkan bila investor ingin berinvestasi dengan menjual saham suatu emiten maka investor tersebut dapat menjual saham-saham yang telah dimilikinya dimana nilai saham tesebut adalah overvalued.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Dari hasil analisis data dan pembahasan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil pengujian statistik dengan menggunakan uji t, menunjukkan bahwa faktor fundamental (DER dan PBV) mempunyai tingkat signifikan di bawah 5% sehingga variabel-variabel tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham di pasar. Sedangkan variabel ROA, EPS dan NPM mempunyai tingkat signifikan diatas 5%, sehingga variabel tersebut tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham di pasar. Tidak adanya pengaruh dari ketiga variabel tersebut dikarenakan tingkat kepercayaan investor masih rendah terhadap kinerja perusahaan property karena sektor property sangat terpuruk akibat krisis moneter yang dialami Indonesia tahun 1997-2000. Sehingga peningkatan dari ketiga rasio tersebut (ROA, EPS dan NPM) tidak mempengaruhi harga saham.
2. Hasil uji tanda menunjukkan bahwa variabel DER memiliki pengaruh yang negatif terhadap harga saham dipasar, hal ini terjadi karena hutang perusahaan yang meningkat

mempunyai beban biaya hutang yang tinggi, hal tersebut dapat menurunkan kepercayaan investor sehingga berdampak pada penurunan harga saham perusahaan. Sementara pengaruh positif yang ditunjukkan PBV menunjukkan bahwa harga saham yang lebih tinggi dari nilai bukunya mampu meningkatkan kepercayaan investor yang dapat meningkatkan harga saham perusahaan.

3. Berdasarkan hasil pengujian statistik dengan menggunakan uji F pada model yang pertama (menggunakan seluruh variabel penelitian), dapat disimpulkan bahwa keseluruhan variabel independen (ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM) secara simultan atau bersama-sama terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham di pasar. Hal ini dapat diketahui dengan melihat nilai F hitung sebesar 13,223 dengan tingkat signifikan dibawah 5%.
4. Dari hasil analisis model regresi, diperoleh nilai koefisien determinan (*adjusted R²*) sebesar 0,268. Hal ini menandakan bahwa 26,8% variasi dari harga saham dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel independen (ROA, DER, PBV, EPS dan NPM), sedangkan 74,2% dijelaskan oleh variabel lain atau sebab-sebab diluar model regresi.

5.2. Implikasi Teoritis

Penelitian ini diajukan untuk memberikan justifikasi ilmiah apakah faktor fundamental (ROA, DER, PBV, EPS, dan NPM) berpengaruh terhadap harga saham. Hasil penelitian ini memiliki kesamaan dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya sebagai berikut:

1. Hasil analisis ini menunjukkan adanya perbedaan antara harga saham normatif dengan harga saham di pasar, dimana perusahaan yang masuk dalam kategori under valued lebih banyak yaitu sebanyak 11 emiten. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Penman dan Sougiannis (1998), Frankel dan Lee (1998), Lee dan Swaminathan (1999), serta hasil penelitian Lee, Myers, dan Swaminathan (1999) yang

pada umumnya menyatakan bahwa metode *Residual Earning Model* memiliki kemampuan untuk menilai nilai normatif suatu saham.

2. Berdasarkan pada hasil penelitian ini variabel ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar, dimana hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sulistiono (1994), Natarsyah (2000), Gani (2002), serta Itan dan Syakhroza (2003).
3. Berdasarkan pada hasil penelitian ini variabel DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham di pasar, dimana hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sulistiono (1994), Natarsyah (2000), Gani (2002), serta Itan dan Syakhroza (2003) yang menyatakan bahwa variabel DER berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham.
4. Berdasarkan pada hasil penelitian ini variabel PBV berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham di pasar, dimana hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Gani (2002), serta Itan dan Syakhroza (2003) yang menyatakan bahwa variabel PBV secara signifikan mempengaruhi perubahan harga saham.
5. Berdasarkan pada hasil penelitian ini variabel EPS tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar, dimana hasil analisis ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sing, Liow, dan Chan (2002) yang menyatakan bahwa variabel EPS secara signifikan dapat menjelaskan perubahan harga saham.
6. Berdasarkan pada hasil penelitian ini variabel NPM tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham di pasar, dimana hasil penelitian yang menyatakan bahwa variabel NPM tidak signifikan mempengaruhi perubahan harga saham dapat pula ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Prasetyo (2000). Hanya saja penelitian ini menemukan pengaruh negatif NPM terhadap harga saham di pasar, dengan demikian variabel NPM memiliki hubungan yang berlawanan dengan harga saham. Nilai NPM yang bertanda

negatif ini dikarenakan perusahaan mengalami kerugian dalam melakukan Itan dan Syakhroza (2003) yang menunjukkan bahwa variabel NPM berpengaruh negatif terhadap harga saham.

5.3. Implikasi Kebijakan Manajemen

Setelah mengetahui hasil-hasil penelitian, maka langkah selanjutnya adalah mengusulkan implikasi kebijakan yang dapat memberikan sumbangan bagi investor dalam menanamkan investasinya di pasar modal. Beberapa implikasi kebijakan dalam penelitian ini adalah:

1. Investor sebaiknya juga memperhatikan faktor-faktor fundamental keuangan yang mencerminkan kinerja keuangan perusahaan selain harga saham itu sendiri sebelum memutuskan untuk berinvestasi. Faktor-faktor fundamental tersebut diantaranya adalah DER dan PBV. Saham-saham emiten yang memiliki kinerja keuangan yang baik dapat dijadikan pilihan untuk berinvestasi karena berpengaruh terhadap harga saham.
2. Berdasarkan hasil analisis, variabel PBV ternyata merupakan variabel yang paling besar pengaruhnya terhadap perubahan harga saham dibandingkan variabel-variabel lainnya. Dengan demikian variabel PBV merupakan variabel dominan dalam melakukan investasi di pasar modal sehingga investor perlu memperhatikan variabel ini dalam menentukan investasinya disaham, hal tersebut dapat dilihat dari besarnya beta standard sebesar 0,518.
3. Dari kelima variabel yang diteliti, ternyata variabel ROA, EPS dan NPM tidak signifikan mempengaruhi harga saham di pasar. Dengan demikian investor tidak perlu terlalu memperhatikan variabel ini untuk menentukan investasinya di pasar modal.
4. Investor sebaiknya memperhatikan nilai normative suatu saham yang akan dijadikan bidang investasinya terutama pada perusahaan industri real estate dan property sebab harga di pasar belum tentu mencerminkan nilai yang sebenarnya. Bila ingin berinvestasi dengan membeli saham industry real estate dan property, sebaiknya investor membeli

saham-saham yang nilainya undervalued atau nilai normatifnya lebih tinggi daripada nilai pasarnya. Sebaliknya bila investor ingin berinvestasi dengan menjual saham, sebaiknya investor menjual saham-saham yang overvalued atau nilainya hampir mendekati nilai normatifnya atau bahkan telah melebihi nilai normatifnya. Pada penelitian ini direkomendasikan kepada investor untuk membeli saham sebelas (11) emiten (Bintang Mitra Semestaraya, Bukit Sentul, Ciptojaya Kontrindoreksa, Ciputra Surya, Duta Pertiwi, Jaka Artha Graha, Real Property, Karka Yasa Profilia, Kridaperdana Indahgraha, Lippo Cikarang, dan Suryainti Permata) karena harga saham-saham yang bersangkutan masih dalam kategori murah.

5. Selain memperhatikan pergerakan harga saham di pasar dan kinerja keuangan perusahaan, investor sebaiknya juga memperhatikan faktor lain yang bersifat makro. Adakalanya perubahan harga saham pada periode tertentu tidak mencerminkan fundamental perusahaan, termasuk kinerja keuangan. Dengan perkataan lain pada saat itu pergerakan harga saham lebih merefleksikan perilaku determinan yang lain di luar kinerja keuangan. Kondisi ekonomi makro, suasana politik, kebijakan pemerintah dalam industri dan dunia usaha atau faktor teknis yang melanda perusahaan merupakan variabel-variabel determinan diluar kinerja perusahaan yang dapat ikut memacu arah pergerakan kurs saham (Purnomo, 1998).

5.4. Keterbatasan Penelitian

Berikut ini akan disampaikan keterbatasan-keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini:

1. Penelitian ini memiliki sampel yang sedikit akibat adanya persyaratan sampel harus dipenuhi untuk mendapatkan hasil analisis yang lebih baik.

2. Penelitian ini tidak membedakan atau memisahkan emiten yang melakukan *corporate action*, sehingga masih terdapat data yang bersifat *outlier* yang harus dihilangkan, sehingga periode pengamatan menjadi berkurang.
3. Periode penelitian yang pendek menyebabkan jumlah pengamatan yang dilakukan tidak terlalu banyak.

5.5. Agenda Penelitian Mendatang

Berikut ini akan disampaikan agenda penelitian selanjutnya yang dapat dijadikan acuan bagi peneliti-peneliti yang akan datang:

1. Peneliti yang akan datang diharapkan dapat menggunakan teknik analisis yang lain dalam menganalisis nilai normative saham. Peneliti dapat menggunakan metode Dividend Discount Model (DDM) ataupun metode Discount Cash Flow (DCF) serta membandingkannya dengan metode yang telah digunakan dalam penelitian ini, untuk mengetahui model mana yang memberikan hasil terbaik.
2. Peneliti berikutnya sebaiknya perlu melakukan analisis terhadap semua emiten yang listed di BEJ agar dapat memberikan pandangan yang lebih luas lagi bagi para investor yang ingin berinvestasi.
3. Perlunya dianalisis pengaruh faktor-faktor fundamental lainnya yang belum dianalisis dalam penelitian ini untuk mengetahui bagaimana pengaruhnya terhadap perubahan harga saham.
4. Periode pengamatan pada penelitian selanjutnya sebaiknya diperpanjang agar diperoleh hasil penelitian yang lebih baik lagi.

5. Peneliti yang akan datang perlu mencoba untuk memisahkan emiten yang melakukan corporate action (stock split, right issue, dan lainnya) untuk menghindari adanya data yang bersifat outlier atau mengalami penyimpangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robbert (1997), *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia
- Frankel, Richard, and Charles M.C. Lee. (1997), *Accounting Diversity and International Valuation*, Working Paper University of Michigan and Cornell University
- Frankel, Richard, and Charles M.C. Lee. (1997), “ Accpunting Valuation, Market Expectation and Cross-sectional Stock Return,”
- Gore, Richard; Cooper, John R.; Allen, Mary (2001), “Residual Income Model”, *Journal of Valuation Strategies (VLST)*, Vol. 5, pp. 20
- Husnan, Suad (1998), *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, edisi ke-3, UPP YKPN, Yogyakarta
- Hardiningsih, L Suryanto dan Chariri (2002), “Pengaruh Faktor Fundamental dan Resiko Ekonomi Terhadap Return Saham pada Perusahaan di BEJ (Studi Kasus Basic Industri dan Chemical),” jurnal Strategi Bisnis, Vol 8 Desember 2001, Tahun VI, 2002.
- J. Fred Weston, Thomas E. Copland “Managerial Finance 9th edition, The Drayden Press
- Jennifer Francis, Per Olsson, Dennis R. Oswald (April 2001), “ Using Mechanical Earnings and Residual Income Forecasts In Equity Valuation,”
- Jogiyanto.1998. Teori Portofolio dan Analisis Investasi . BPFE UGM: Yogjakarta
- Kaplan. Steven N, Ruback Richard S (1995),” The Valuation Of Flow Forecasts An Emprical Analysis,” The Journal of Finance, Vol I, No 4, pp 1059
- Listzenberge, R.H. dan C.U. Rao (1970), Estimate of the Marginal Rate of Time Preference and Average Risk Aversion of Investors in Electric Utility Shares: 1960-66” Bell Journal of Economics and Management Sciences, Spring, h. 265-277.
- Lee, Charles M.C., James Myers, and Bhaskaran Swaminathan (1999), “What Is The Intrinsic Value of The Dow?”, *Journal of Finance*, Vol. 54, no. 5 (October): 1693-1741
- Lee, Charles M.C.(1999), “ Accounting-Based Valuation: Impact On Business Practices And Research”, *Accounting Horizons*, Vol 13, No 14 :pp 413-425

- Njo Anastasia , Yanny Widiastuty Gunawan, Imelda Wijiyanti 2003,” Analisa Faktor Fundamental Dan Resiko Sistematis Terhadap Harga Saham Properti di BEJ.” Jurnal Akuntansi & Keuangan. Vol 5 no. 2 (Nopember): 123-132
- Singgih Santoso, 1999, SPSS (Statistical Product and Service Solutions), Penerbit PT. Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia .Jakarta.
- Syahib Natarsyah, 2000, “ Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis Terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go – Publik di Pasar Modal Indonesia,” Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 15, No.3: pp 294 – 312.
- Penman, Stephen H. (2001), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, International Edition, McGraw-Hill
- Penman, Stephen H., and Theodore Sougiannis (1998), “A Comparison of Dividend, Cash Flow and Earnings Approaches to Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, no. 3 (Fall): 343-383
- T.Guritno. Yosodiningrat. 1999. Kamus Ekonomi – Bisnis – Perbankan , IndoPess:
- Ronald E. Copley, PhD (1996),” The similarities of Valuing Real Estate and Bonds, and Diversification Benefits of Investing in Real Estate,” *The Appraisal Journal*, July. Pp. 304-309
- Robbert Ang (1997).”Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market” Mediasoft Indonesia First Edition
- Yugo Punomo ,1998, “Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga saham” (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ pengamatan 1992-1996, Manajemen Usaha Indonesia, No. 12 (Desember), 33-38
- Yunia Panjaitan, Oky Dewinta, Sri Desinta K (2004),” Analisa Harga Saham, Ukuran Perusahaan, Dan Resiko Terhadap Return Yang Diharapkan Investor Pada Perusahaan-Perusahaan Saham Aktif,” *Balance*, 1 (Maret), Pp. 56-72